

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

# L'ADMISSION A LA COTE DES VALEURS ÉTRANGÈRES

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le samedi 26 octobre 1912 à 8 h. 1/2*

PAR

Robert AUBRY

---

*Président : M. TRUCHY.*

*Suffragants :* { MM. THALLER, }  
                  { HITIER, } *professeurs.*

---

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU

ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

---

1912







**THÈSE**  
**POUR LE DOCTORAT**

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

# L'ADMISSION A LA COTE

DES

## VALEURS ÉTRANGÈRES

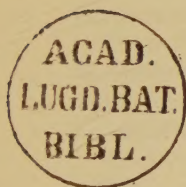
THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

*Sera soutenu le samedi 26 octobre 1912, à 8 h. 1/2*

PAR

Robert AUBRY



*Président* : M. TRUCHY.

*Suffragants* : { MM. THALLER, }  
                  { HITIER, } *professeurs.*

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU

ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1912



## BIBLIOGRAPHIE

---

### I

- Becker.** — Emprunts étrangers en France. Paris, 1880.  
**Buchère.** — Traité des valeurs mobilières. Paris, 1881.  
**Bluntschli.** — Droit international codifié. Paris, 1895.  
**Domergue.** — La question des sociétés de crédit. Paris, 1910.  
**Ferdinand Dreyfus.** — L'arbitrage international. Paris, 1892.  
**Guichard.** — De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères. Thèse Paris, 1901.  
**Guillaume.** — L'épargne française et les valeurs mobilières. Thèse Paris, 1907.  
**Guilmard.** — Le marché libre de la Bourse de Paris. Paris, 1912.  
**Jobit.** — Régime fiscal des valeurs mobilières en Europe. Paris, 1902.  
**Lewandowski.** — De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers ou les sociétés. Thèse Lyon, 1896.  
**Noel.** — La réforme des sociétés par actions. Paris, 1912.  
**Politis.** — Emprunts d'Etats en droit international. Thèse, Paris, 1894.  
**Thaller.** — Traité de droit commercial. Paris 1910.  
— Manuel des agents de change.  
— Congrès international des valeurs mobilières. Juin 1900.

### II

- Annales de Droit commercial.*  
*Annuaire de législation étrangère.*  
*Bulletin de la Société de législation comparée.*  
*Revue économique internationale.*

*Revue politique et parlementaire.*

*Dalloz.*

*Sirey.*

*Journal Clunet.*

*Journal des Sociétés.*

*Gazette du Palais.*

*Le Droit.*

*Journal Officiel.*

*Le Temps.*

---

# L'ADMISSION A LA COTE

DES

## VALEURS ÉTRANGÈRES

---

### INTRODUCTION

Les exportations de capitaux présentent pour la collectivité nationale à la fois des avantages et des inconvénients (1).

Le placement à l'étranger est une source importante de profits pour l'épargne en même temps qu'une réserve précieuse pour l'avenir. En 1872 et 1873, les Français réglèrent l'indemnité de guerre en vendant les fonds italiens, russes, espagnols qu'ils

(1) Guillaume, *L'épargne française et les valeurs mobilières*. Thèse Paris, 1907, chap. III et IV ; *Placements à l'étranger*, dans *Revue Economique internationale* (janvier 1906) ; et *Le Marché de Paris*, dans la même *Revue* (mai 1906), par Lewandowski ; Guichard, *De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*.

avaient en portefeuille et qui leur furent rachetés par les marchés étrangers. Avec le produit de ces ventes, ils souscrivirent aux emprunts 5 0/0 que le Trésor français émettait pour se procurer les sommes dues à l'Allemagne.

L'abondance des placements étrangers est une condition de bonne situation monétaire. Les sommes exportées par l'achat des valeurs reviennent peu à peu sous forme de dividendes et d'intérêts. Etant donné la perpétuelle rentrée d'or qui se produit ainsi, étant donné que nous sommes partout créanciers, les changes se maintiennent constamment en notre faveur.

Mais ces avantages sont contrebalancés, peut-être même dépassés, par des inconvénients certains. Les placements extérieurs outillent les concurrents économiques, leur donnent des armes pour combattre les producteurs indigènes. M. Cauwès, dans la séance d'Economie politique nationale du 16 mai 1900, maintient que les capitaux placés en valeurs étrangères auraient été plus utilement employés en France au développement des forces productives nationales. Il donnait comme chiffre de l'épargne disponible annuelle 2.500 millions et considérait que les placements étrangers attiraient annuellement environ 700 millions. Comment les 1.800 millions qui restaient en France s'y trouvaient-ils répartis ?

« Ces 1.800 millions, dit M. Cauwès, ne sont pas disponibles pour l'œuvre productive directe, car il y a un prélèvement très important à faire du chef de l'assurance, de la prévoyance en général, et ce prélèvement me paraît ne pas pouvoir être estimé à moins de 300 millions. Effectivement, les sociétés de secours mutuels prélèvent 32 millions ; les achats de rente pour les caisses d'épargne vont de 20 à 25 millions... » Les entreprises relatives à l'outillage national absorbent encore une partie des ressources disponibles. Il reste peu en somme pour la production.

On est donc en droit de penser que la proportion entre les placements étrangers et les placements nationaux n'est pas rationnelle.

Les grands établissements de crédit ont contribué, pour une large part, à diriger vers l'étranger les capitaux français. Le montant des valeurs purement étrangères ayant fait l'objet d'émissions ou d'opérations de conversion en France, de 1889 à 1908, s'élève à un capital nominal de plus de 35 milliards de francs. Ce total se décompose ainsi :

Emissions : 19.850.000.000 francs.

Conversions : 15.380.000.000 francs.

Pendant la même période, le placement en France de valeurs françaises n'a pas été supérieur à six

milliards (1). Or sur ces six milliards de valeurs françaises, il y en a plus du tiers qui n'ont pas, à proprement parler, le caractère de valeurs commerciales, industrielles ou agricoles.

Obligations du Crédit Foncier : 1.230.000.000 fr.

Obligations de la Ville de Paris : 848.000.000 fr.

Oblig. de villes et départements : 147.000.000 fr.  
soit un total de deux milliards et quart. Il reste par conséquent à peine quatre milliards.

Il s'en faut de beaucoup que ce chiffre intéresse directement notre production industrielle ou agricole, ou le commerce proprement dit.

« Un premier et gros chiffre nous apparaît, dit M. Domergue : 708.860.000 francs ; c'est le montant des actions émises par les banques et sociétés de crédit pour créer ou compléter leur capital-actions. Voilà qui n'a rien de commun avec un concours donné à la production française, sous une forme quelconque.

« Apparaît alors un second chiffre qui vaut aussi qu'on s'y arrête. Il s'élève à 706.900.000 francs. Les éléments en sont fournis par les emprunts émis pour les besoins financiers de nos colonies et protectorats, emprunts garantis soit par les colonies elles-mêmes, soit par la métropole.

(1) Ces chiffres sont empruntés à l'ouvrage de M. Jules Domergue, *La question des sociétés de crédit*, p. 60 et suiv.

« Et voilà que, toutes déductions faites, les six milliards de valeurs françaises se réduisent à deux milliards trois cent soixante millions. »

Après quelques autres déductions, M. Domergue en arrive à conclure que le placement en valeurs intéressant les affaires industrielles et commerciales françaises n'a été, de 1889 à 1908, que d'un peu plus de deux milliards.

Il faut bien reconnaître que les placements en valeurs étrangères ne sont pas uniquement le résultat de la réclame qui leur est faite par les établissements de crédit ou les banques. Ces placements répondent aussi à un besoin très réel qui est d'obtenir un taux d'intérêt ou des dividendes plus élevés que ne peuvent généralement obtenir les capitaux dans les placements similaires faits à l'intérieur du pays.

Mais l'épargne ne doit pas rechercher seulement des placements rémunérateurs ; ce qu'il lui faut surtout, ce sont des placements sûrs. Toutes les valeurs comportent des risques. Les sociétés ou les Etats étrangers qui se trouvent dans une situation financière mauvaise ou douteuse offrent des intérêts élevés pour tenter les épargnistes qui, eux, ne sont guère informés que par une presse plus ou moins intéressée.

Dès lors, on voit naître cette idée que le pouvoir social peut être appelé à jouer un rôle tutélaire et pondérateur dans le domaine de l'exportation des capitaux. Il appartient au législateur d'édicter des mesures de protection de l'épargne nationale. Son but principal doit être de rendre difficile l'accès des valeurs dangereuses ou simplement douteuses. En outre, il lui échoit de modérer l'afflux des valeurs étrangères et de diriger une plus grande partie des capitaux nationaux vers les entreprises nationales.

Le gouvernement peut agir par voie fiscale. Les valeurs mobilières étrangères afflueront d'autant moins facilement sur notre marché que la situation faite à ces titres par la législation fiscale sera moins favorable que celle appliquée aux valeurs nationales.

Nous n'avons pas l'intention d'examiner ici les tendances et les projets qui se sont produits sur ce point, notre ouvrage ayant pour objet spécial l'admission à la cote. Nous nous bornerons donc à quelques indications à ce sujet.

Les valeurs étrangères introduites en France sont frappées de taxes équivalentes à celles qui atteignent les valeurs françaises (lois de 1857, 1872, 1875) (1).

La loi du 29 juin 1872 considère quatre faits comme caractéristiques de la circulation des titres

(1) Jobit, *Régime fiscal des valeurs mobilières en Europe*.

étrangers en France : l'inscription à la cote officielle, l'émission, la négociation et l'exposition en vente. Au surplus, la loi du 13 avril 1898 défend aux intermédiaires, sous peine d'une amende, de s'abstenir de concourir à ces opérations tant qu'un représentant responsable du paiement des taxes dont ces titres sont redevables n'a pas été proposé ou agréé, ou, à défaut de ce représentant, qu'un cautionnement n'a pas été versé.

Ce représentant est une caution garantissant sur ses biens personnels le paiement des droits dus au Trésor public. Aux termes de la loi de 1898, les circonstances dans lesquelles le représentant responsable doit être désigné sont : l'émission, la souscription des titres, leur exposition en vente, leur introduction sur le marché, l'annonce et la publication des opérations précitées, le service financier des titres, c'est-à-dire leur remboursement, leur transfert ou le paiement des coupons.

C'est presque toujours une banque française qui est désignée comme représentant responsable. Aux termes de la loi de 1898, l'engagement du représentant responsable doit mentionner le nombre et les numéros des titres pour lesquels l'abonnement est demandé, c'est-à-dire, sauf les exceptions déterminées par les circonstances particulières, la totalité des titres émis ou à émettre.

La quotité imposable est fixée par le ministre des finances suivant les conclusions d'une enquête faite par le service local de l'Enregistrement et les conclusions d'une commission spéciale instituée au ministère des finances, dite Commission des valeurs mobilières (décrets des 6 et 30 décembre 1872). Il y a un minimum de  $\frac{1}{10}$  du capital-actions et de  $\frac{2}{10}$  du capital-obligations au-dessous desquels le ministre des finances ne peut descendre. La quotité est fixée pour une période de trois années, quelles que soient les modifications qui peuvent se produire dans la répartition des titres pour lesquels l'abonnement a été demandé.

La perception des taxes est réglée comme celle des taxes sur les titres des sociétés françaises, avec ces deux différences que le droit de timbre est toujours perçu par abonnement et, qu'au point de vue de l'impôt de transmission, tous les titres sont considérés comme étant au porteur. Le droit de timbre est de 0,06 0/0 du capital nominal pour les actions et du montant des titres pour les obligations. A défaut de valeur nominale, le droit est perçu sur la valeur réelle d'après une déclaration estimative des parties. Le droit de transmission est de 0,25 0/0, sans décimes, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1909.

C'est le paiement de ces droits qui est cautionné

par le banquier désigné comme représentant responsable.

On sait que le projet Caillaux, voté le 9 mars 1909 par la Chambre des députés, et actuellement soumis à l'examen du Sénat, classe les revenus des valeurs mobilières étrangères parmi ceux de la troisième catégorie. En conséquence, ces revenus seraient assujettis à l'impôt de 4 0/0 fixé par l'article 6.

L'exposé des motifs s'exprime de la façon suivante : « Cette disposition met fin au régime disparate grâce auquel les inégalités de traitement les plus choquantes se sont maintenues jusqu'ici entre valeurs mobilières françaises et valeurs mobilières étrangères. Il établit l'équivalence, au point de vue de l'imposition des revenus, entre tous les capitaux mobiliers, de quelque nature qu'ils soient. »

Le projet organise l'unité d'assiette de l'impôt en substituant, en ce qui concerne les valeurs étrangères, le système de la perception individuelle au système de l'abonnement.

Le 19 juin dernier, la commission sénatoriale de l'impôt sur le revenu a discuté le projet de la nationalisation des valeurs étrangères. M. Aimond a préconisé le système des trustees qui fonctionne en Angleterre et en Hollande. Dans ce régime, les titres étrangers admis en France seraient déposés dans des caisses responsables, lesquelles donneraient en

échange des certificats. Ces certificats seuls circuleraient, et il serait alors facile de frapper les valeurs étrangères d'un impôt de 4 0/0 sur le revenu. La commission a émis un avis favorable à ce système. Le ministre des finances et le directeur de l'Enregistrement seront entendus sur le point de savoir s'il est possible de procéder au timbrage des coupons des valeurs nationalisées. Il y aurait lieu de frapper du timbre environ 52 millions de coupons.

Abstraction faite de la politique fiscale, le gouvernement a deux moyens à sa disposition pour poursuivre le but protecteur et modérateur que nous indiquions tout à l'heure.

L'un a été mis en œuvre dans la loi du 30 janvier 1907 réglementant la publicité antérieure à l'émission et à la mise en vente des valeurs.

L'autre consiste dans les mesures relatives à l'admission à la cote et qui ont pour objet de filtrer pour ainsi dire les valeurs lancées dans la circulation.

C'est l'admission à la cote des valeurs étrangères qui va faire l'objet de cette étude. Dans un premier chapitre, nous l'étudierons au point de vue historique. Un second chapitre exposera l'état de droit actuel. Dans un troisième chapitre, débordant notre sujet spécial et touchant le problème général de l'émission des valeurs étrangères, nous nous demanderons quelles garanties sont possibles pour les porteurs de titres.

## CHAPITRE PREMIER

### HISTORIQUE

Les valeurs étrangères, qui jouissent aujourd'hui de tant de faveur auprès du public, n'ont conquis que lentement notre marché. Les titres d'emprunts des Etats étrangers s'y sont introduits avant les titres des sociétés étrangères. Nous envisagerons successivement les uns et les autres.

Puis nous ne pourrons nous dispenser de rappeler la loi du 30 janvier 1907 qui fut vraiment une loi de salubrité et de moralité du marché, mais insuffisante à certains points de vue. Nous aurons à constater qu'elle est en ce moment en voie d'amélioration sérieuse.

#### SECTION I

##### Historique de l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers.

L'arrêt du Conseil du 7 août 1785 renouvela les règlements et ordonnances relatifs aux Bourses. Voici ses dispositions essentielles :

ART. 1<sup>er</sup>. — « Les édits de décembre 1705, août 1708, mai 1713, novembre 1714, août 1720, janvier 1723 ; les déclarations des 3 septembre 1707, 13 juillet 1714 ; les arrêts du Conseil des 10 avril 1706, 24 septembre 1724 et 26 février 1726 seront exécutés selon leur force et teneur.

En conséquence, fait Sa Majesté défense à toutes personnes, de quelque état, qualité et condition qu'elles soient, sujets du roi ou étrangers, autres que les agents de change, de s'immiscer dans aucune négociation publique de banque, de finance, de commerce. »

ART. 3. — « Veut Sa Majesté que, conformément aux dispositions des articles 17 et 18 de l'arrêt du 24 septembre 1724, les négociations d'effets royaux et d'autres effets publics ne puissent être faites valablement que par l'entremise des agents de change, ni en d'autres lieux qu'à la Bourse où le cours d'iceux sera coté aux termes du règlement par deux des dits agents de change. »

L'article 4 du décret concerne particulièrement notre sujet : « Fait défense Sa Majesté aux agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes. »

Cette prohibition de la négociation des fonds d'Etat étrangers s'explique principalement par ce fait que les transactions sur valeurs étaient alors

très peu répandues. Les Bourses au XVIII<sup>e</sup> siècle étaient surtout des centres d'opération pour le négoce des marchandises. La première bourse de valeurs proprement dite instituée en France fut la Bourse de Paris, dont la création se place en 1724. Or le trafic de cette Bourse avait surtout pour objet les lettres de change, les rentes sur l'Hôtel-de-Ville et quelques effets royaux.

Au XIX<sup>e</sup> siècle, la situation change. En 1811, un emprunt du roi de Saxe figure à la cote de la Bourse de Paris ; en 1817, un emprunt des Deux-Siciles ; en 1822, un emprunt espagnol ; en 1823, un emprunt prussien (1). Des opérations nombreuses intervinrent sur ces titres. Il devenait opportun de leur donner un caractère authentique. De nombreuses réclamations furent adressées à ce sujet au ministre des finances du roi ; l'arrêt de 1785 ne correspondait plus à l'état de choses existant ; son abrogation s'imposait.

C'est ce qui explique qu'une ordonnance royale, en date du 18 novembre 1823, soit intervenue pour autoriser l'admission à la cote des fonds d'Etat étrangers.

(1) Louis Guillaume, *L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères*, thèse Paris, 1907, p. 13.

Cette ordonnance étant encore en vigueur aujourd'hui, nous devons la reproduire intégralement. Le texte indique clairement le but et la portée de l'innovation.

« Louis..., sur le compte qui nous a été rendu par notre ministre, secrétaire d'Etat des finances, des diverses demandes qui lui ont été adressées pour obtenir l'autorisation de porter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les emprunts des gouvernements étrangers ; vu l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 portant défense aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes ;

« Considérant que la permission de coter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers n'implique, de la part de notre gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui, de leur plein gré, y placeraient des capitaux ;

Considérant que, depuis plusieurs années, les opérations de banque, de finance et de commerce ont reçu dans tout le royaume, mais plus particulièrement à Paris, une très grande extension ; qu'il en est résulté un accroissement de capitaux qui rend désormais sans objet les dispositions de l'arrêt du Conseil ci-dessus relaté ;

« Considérant enfin qu'il ne peut qu'être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les emprunts des gouvernements étrangers, les lois actuelles suffisant pour prévenir la fraude et l'insertion de conditions illicites ou illégales dans leur négociation, notre Conseil entendu, nous avons ordonné et ordonnons ce qui suit :

« ART. 1<sup>er</sup>. — A l'avenir les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

« ART. 2. — L'arrêté du Conseil du 7 août 1785 est rapporté en ce qu'il renferme de contraire à la présente ordonnance.

« ART. 3. — Notre ministre des finances est chargé de l'exécution de la présente ordonnance. »

L'ordonnance met bien en relief qu'en permettant l'inscription à la cote des fonds d'Etats étrangers, le gouvernement n'entend nullement approuver les emprunts de ces Etats, ni assumer l'obligation d'intervenir en faveur des nationaux qui y placeraient leurs capitaux. Il ne s'agissait que d'autoriser l'admission à la cote de titres qui en étaient autrefois exclus. Mais toute responsabilité financière était laissée aux émetteurs.

Ce point a été indiqué dans une lettre ministérielle de 1825 qui constitue un véritable commentaire de

l'ordonnance. Ce document, du reste, souligne bien cette idée que si l'approbation gouvernementale est nécessaire pour l'admission à la cote d'un titre étranger, la Chambre syndicale des agents de change n'en conserve pas moins son entier pouvoir d'appréciation. Dans cette lettre adressée, en date du 12 novembre 1825, au Syndicat des agents de change, M. de Villèle s'exprime ainsi :

« M. le ministre des affaires étrangères m'a transmis, par une dépêche en date du 31 octobre dernier, la demande que lui a faite, au nom de son gouvernement, M. le duc de Villa Hermosa, ambassadeur de Sa Majesté Catholique, pour obtenir que les Valès consolidés d'Espagne, émis depuis le 1<sup>er</sup> mai 1824, à l'intérêt de 4 0/0 par an, fussent cotés sur le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien de contraire aux dispositions de l'ordonnance royale du 18 novembre 1823.

« Je vous autorise, en conséquence, et conformément à la dite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également prendre pour tous les autres effets avant de les coter officiellement. »

Ces recommandations sont l'expression même de la sagesse. L'admission à la cote doit être ainsi une garantie sérieuse, non pas de la valeur intrinsèque du titre, mais tout au moins de la sincérité du marché ; car il résulte de l'observation de ces prescriptions la preuve d'une valeur relative du titre, basée sur la possibilité de négocier à un taux connu et établi par la loi de l'offre et de la demande.

L'ordonnance de 1823, officiellement interprétée par M. de Villèle, reconnaissait aux agents de change, sous réserve de l'autorisation gouvernementale, un pouvoir souverain d'appréciation en ce qui concerne l'admission à la cote.

On conçoit que la Chambre syndicale des agents de change se soit inquiétée des conséquences des pouvoirs qu'elle tenait de l'ordonnance de 1823. Les parties en cause pouvaient, en effet, avoir à se plaindre de ses décisions. Aussi demanda-t-elle en 1837 que ce fût le gouvernement lui-même qui statuât sur l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers. Le ministre des finances répondit qu'il ne pouvait que « se reposer sur la prudence de la Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même » (1).

Mais si les pouvoirs de la Chambre syndicale sont

(1) Lettre du 17 octobre 1837. *Manuel des agents de change*, p. 359.

affirmés, les droits du gouvernement ne le sont pas avec moins d'énergie. L'admission d'un emprunt doit toujours être examinée aux points de vue politique et fiscal, avant de l'être au point de vue des intérêts dont les agents de change ont la garde. Une lettre de M. Magne, ministre des finances, en date du 12 août 1873, adressée au Syndic des agents de change, priait celui-ci d'attendre, pour admettre une valeur à la cote, un nouvel avis de sa part. La Chambre syndicale avait, le 11 août, prononcé l'admission à la cote des obligations de l'emprunt Egyptien 7 0/0 1873. Le ministre avait été avisé de cette décision. Or, dans la lettre susvisée, il s'exprimait ainsi :

« L'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris des fonds publics des gouvernements étrangers reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823. Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue des intérêts du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune » (1).

(1) *Manuel des agents de change*, p. 553.

Ainsi, d'après les textes de la matière que nous venons d'examiner, l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers est prononcée souverainement par la Chambre syndicale des agents de change ; mais ce droit de la Chambre syndicale est subordonné aux nécessités supérieures du Trésor et de la politique, et qu'il appartient au gouvernement seul d'apprécier.

Le décret du 6 février 1880, qui a posé les règles de l'admission à la cote pour les valeurs de bourse en général, n'a point mentionné les titres d'emprunts d'Etats étrangers. La législation antérieure leur demeure donc applicable. Le décret précité s'y est implicitement référé. C'est d'ailleurs ce que reconnaît formellement une circulaire du 12 février 1880, conçue dans les termes suivants :

« Rien n'est changé aux lois et règlements actuellement applicables aux fonds d'Etats étrangers. Il a paru utile de rappeler expressément le droit qu'a toujours eu le ministre des finances d'interdire la négociation en France des valeurs étrangères. C'est, en conséquence, sous réserve du droit de surveillance et de contrôle du ministre que les Chambres syndicales ont pouvoir d'accorder, refuser, suspendre ou interdire les négociations de cette espèce à leurs Bourses respectives. Par suite, toutes les fois qu'une Chambre d'agents de change aura cru pouvoir admettre en principe à la cote une valeur étrangère,

elle devra en donner avis au ministre des finances, et elle ne pourra autoriser la négociation de cette valeur à son parquet avant d'avoir reçu du ministre une autorisation expresse et écrite. »

## SECTION II

### **Historique de l'admission à la cote des titres de sociétés étrangères.**

La cote officielle a été ouverte aux valeurs étrangères autres que les fonds d'Etats par le décret impérial du 22 mai 1858 relatif à la négociation, à la Bourse de Paris et dans les Bourses départementales, des titres émis par les compagnies de chemins de fer construits en dehors du territoire français. Ce décret avait un caractère nettement restrictif, car il tendait à la protection des titres des chemins de fer français contre la concurrence des titres étrangers similaires. Les compagnies de chemins de fer étrangères devaient justifier qu'elles étaient formées conformément aux lois de leur pays ; elles devaient remettre deux dossiers de pièces justificatives, l'un au ministre des finances, l'autre au Syndic des agents de change. L'émission devait être autorisée par les ministres des finances, de l'agri-

culture, du commerce et des travaux publics (1). L'article 4 du décret de 1858 exigeait que les actions fussent au moins de 500 francs et libérées jusqu'à concurrence des sept dixièmes.

L'année suivante un décret du 16 août 1859 ouvrit plus largement le marché aux valeurs étrangères. Ce texte ne visait pas seulement les titres des compagnies de chemins de fer, mais, d'une manière générale, « les valeurs des compagnies étrangères ». En outre, le minimum de valeur nominale nécessaire pour l'admission à la cote demeura fixé à 500 francs, mais on n'exigeait plus qu'une libération des deux cinquièmes (2).

En 1872, le ministre des finances rappela, dans une lettre datée du 16 octobre, la nécessité de l'avis préalable du gouvernement : « Il est bien entendu, écrivait-il, que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la Bourse ; elle seule peut le faire en connaissance de cause ; et, d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais après avoir prononcé l'admission en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin officiel* qu'après avoir pris l'avis de mon département. »

(1) *Manuel des agents de change*, p. 447.

(2) *Ibid.*, p. 451.

L'entrée des valeurs étrangères sur le marché français fut plus libéralement permise par les décrets du 6 février 1880 et du 1<sup>er</sup> décembre 1893. Ces textes, qui abrogèrent le décret de 1859, et qui sont encore actuellement en vigueur, contiennent les dispositions suivantes.

Suivant le décret de 1880, les pièces justificatives exigées des sociétés étrangères ne doivent être remises qu'à la Chambre syndicale. Mais le système du double dossier, dont l'un doit être remis au ministre et l'autre à la Chambre syndicale, fut rétabli par une lettre du ministre des finances du 12 février 1880 (1).

En ce qui concerne le montant minimum des titres et le pour cent de libération, le décret de 1880 a reproduit la loi du 24 juillet 1867. Les titres ne doivent pas être inférieurs à 100 francs quand le capital n'excède pas 200.000 francs ; ils ne doivent pas être inférieurs à 500 francs lorsque le capital dépasse 200.000 francs. Les titres doivent être libérés jusqu'à concurrence du quart.

La valeur nominale minimum des titres ayant été modifiée par la loi du 1<sup>er</sup> août 1893, le décret du 1<sup>er</sup> décembre 1893 mit le régime de 1880 en harmonie avec la loi nouvelle. Les actions étrangères

(1) *Manuel des agents de change*, p. 592.

admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 fr. lorsque le capital de l'entreprise n'excède pas 200.000 francs ; ni de moins de 100 francs, si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs et au moins du quart lorsqu'elles sont supérieures à 100 francs.

Au système de l'autorisation gouvernementale adopté par les décrets de 1858 et de 1859, le décret du 6 février 1880 (art. 5) substitue un simple droit de veto du ministre des finances : « Le ministre des finances, dit ce texte, peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère. »

### SECTION III

#### **La loi du 30 janvier 1907.**

Le 30 novembre 1897, un projet de loi était déposé à la Chambre par M. Fleury-Ravarin sur les émissions de valeurs françaises et étrangères. Son but était d'introduire chez nous un système de réglementation des émissions en obligeant les sociétés à publier un prospectus contenant des renseignements déterminés.

En 1902, M. Vallé, garde des sceaux, institua

une commission extraparlamentaire dans le but d'étudier les mesures propres à protéger l'épargne et de préparer un projet de loi sur cette matière. Ce projet de loi fut déposé à la Chambre le 3 avril 1903. Deux rapports furent faits, l'un le 29 février 1904, l'autre le 27 novembre 1906. La réforme fut consacrée par l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907.

Ce texte est ainsi conçu :

« L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché, en France, d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public à partir du 1<sup>er</sup> mars 1907, assujetties aux formalités ci-après :

« Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, devront faire insérer dans un *Bulletin annexe au Journal officiel*, dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes :

1° La dénomination de la société ou la raison sociale ;

2° L'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ;

3° Le siège social ;

4° L'objet de l'entreprise ;

5° La durée de la société ;

6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ;

7° Le dernier bilan certifié pour copie conforme ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore. »

Devront être également indiqués : le montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées ; les avantages stipulés au projet des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne ; les apports en nature et leur mode de rémunération.

La notice doit être revêtue de la signature et de l'adresse des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs.

Les affiches, prospectus et circulaires doivent reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de la dite notice au *Bulletin annexe au Journal officiel*, avec référence au numéro dans lequel elle a été publiée.

Les dispositions précédentes s'appliquent à toutes les sociétés, françaises ou étrangères. Ces dernières sont en outre soumises à des prescriptions spéciales. La loi s'exprime ainsi en ce qui les concerne : « Toute société étrangère qui procède en France à une émis-

sion publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue, en outre, de publier intégralement ses statuts en langue française au même *Bulletin annexe au Journal officiel* et avant tout placement de titre. »

Cette loi a permis d'établir plus nettement la responsabilité de l'émetteur en cas de fausse énonciation et d'atteindre plus sûrement celui qui est responsable de manœuvres destinées à induire le public en erreur.

Néanmoins il est bien certain que cette loi est loin d'être parfaite. « Ce paquet d'énonciations jetées dans la loi pêle-mêle, dit M. Thaller (1), est vraiment insuffisant en tant que protection donnée à l'épargne. »

Cette insuffisance se manifeste à un triple point de vue.

En premier lieu, les mentions à insérer dans la notice sont d'une extrême banalité. La loi devrait aller plus loin et prescrire, à l'imitation de la loi anglaise (Act de 1900, art. 10), la publication des contrats passés par les fondateurs de la société pour l'acquisition du matériel ou pour l'exécution des travaux d'établissement. La loi devrait prescrire en outre la publication des renseignements de fait per-

(1) Syndicats financiers d'émissions. *Annales de droit commercial*, 1911, p. 88.

mettant au public de se faire une opinion sur la valeur (richesse de telle mine, sa communication avec la côte, les rapports d'ingénieurs dont elle a été l'objet. . . . .). En Allemagne, le prospectus qui doit être déposé aux Bourses, d'après le paragraphe 38 de la Börsengesetz de 1896, préalablement à l'introduction de la valeur, doit contenir les indications essentielles de nature à éclairer le public.

En second lieu, la loi de 1907 est insuffisante en ce qu'elle demeure muette sur les responsabilités encourues par suite de l'inexactitude des énonciations.

Enfin, en troisième lieu, la notice présente un caractère unilatéral. Les affirmations de l'introducteur ne sont approuvées, ni contrôlées par personne. La notice ne devrait-elle pas être apostillée, homologuée par une autorité ? (1) Sans doute il ne faudrait pas que cette autorité supprimât la liberté des sociétés et se mît au travers des projets sérieux d'exploitation. Sous cette réserve, on pourrait admettre un contrôle plus ou moins officiel des énonciations de la notice. La loi allemande des Bourses confie ce contrôle à une commission spéciale représentant la direction de la Bourse (§ 36 et 38 de la loi de 1896). Mais l'introduction en France de ce système paraît impossible si l'on songe à la différence

(1) Thaller, *loc. cit.*, p. 91.

du régime des Bourses qui sépare les deux pays.

En Allemagne, écrit M. Thaller, les Bourses sont contrôlées par l'Etat mais sont des institutions privées. En France, les Bourses sont entre les mains de la Compagnie des agents de change c'est-à-dire d'un corps de fonctionnaires privilégiés. Il est impossible de requérir une admission à la cote du parquet par les agents de change pour toutes les valeurs qui veulent entrer sur le marché. Beaucoup d'entre elles restent aux mains de la coulisse. On voit ce qu'il y aurait de contradictoire pour la Chambre syndicale des agents de change à admettre une valeur au marché libre et d'autre part l'impasse où l'on aboutirait en excluant de ce marché libre une valeur dont la Chambre syndicale aurait repoussé la cote. »

La meilleure solution dans cet ordre d'idées nous paraît être la création d'un organe analogue aux chartered accountants d'Angleterre : un groupe d'experts nommés par le tribunal de commerce examinent la notice ; la valeur pourrait seulement ensuite aborder le marché (1).

Les améliorations qu'il convient d'apporter à la

(1) Voir sur ce point : Thaller, *Revue politique et parlementaire*, janvier 1903 et *Annales de droit commercial*, 1904, p. 55 et suiv. ; Léouzon Leduc, *Revue politique et parlementaire*, août 1909 et juin 1910.

législation de 1907 n'ont échappé ni au Parlement, ni au gouvernement.

Par décret en date du 9 février 1912, M. Klotz, ministre des finances, a institué une commission chargée « d'examiner certaines questions relatives aux annonces et aux prospectus concernant l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché de titres étrangers et de rechercher les dispositions législatives tendant à l'interdiction de toute énonciation publique visant l'admissibilité à la cote ».

La Chambre des députés, dans sa séance du 23 décembre 1911, fut saisie d'un amendement de M. Naudos (1) conçu dans les termes suivants : « L'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 est complété ainsi qu'il suit :

Le paragraphe 2 est complété par l'adjonction des alinéas suivants :

8° Les noms, professions et domiciles des administrateurs. Leurs signatures devront être légalisées ;

9° Les nom et domicile du ou des notaires ayant reçu les statuts.

En outre, la signature et l'adresse des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, qui

(1) *J. off.*, 29 décembre 1911, p. 4382.

doivent figurer sur la notice, devront être légalisées.

Les bilans annuels, le compte des profits et pertes, le texte des résolutions votées par les actionnaires dans leurs assemblées annuelles, les modifications statutaires seront obligatoirement publiés au *Bulletin*. Ce Bulletin sera déposé dans tous les greffes des justices de paix et mis gratuitement à la disposition du public.

Signalons enfin qu'un décret du 3 février 1912 a modifié celui du 27 février 1907 relatif à la création du *Bulletin annexe au Journal officiel*. Ce décret est ainsi conçu : « Les insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 seront publiées en feuilles annexes du *Journal officiel* sous le titre de *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*. Ces insertions obligatoires sont à la charge des sociétés financières. Les signatures opposées au bas des notices devront être légalisées. »

Il appartenait au ministre des finances d'opérer, par simple décret, cette réforme qui, comme le dit M. Guilmard, rendra difficile le genre d'escroquerie par la publicité en quelque sorte officielle du *Journal officiel*. Le 12 février a paru le premier numéro du *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*, avec cette mention :

« *L'Etat n'est en aucune façon garant des insertions.* »

Nous sommes, on le voit, dans une période de progrès et il est permis d'espérer beaucoup de la commission extra-parlementaire nommée par M. Klotz dont nous notions tout à l'heure l'institution.

---



## CHAPITRE II

### ÉTAT DE DROIT ACTUEL

Des textes que nous avons étudiés, il résulte que trois catégories de personnes interviennent à propos de l'introduction d'une valeur étrangère sur notre marché.

1° Les banquiers émettent sous une certaine responsabilité ;

2° La Chambre syndicale des agents de change juge si les opérations sont en assez grand nombre pour produire un cours réel ;

3° Le gouvernement (ministre des finances et ministre des affaires étrangères) apprécie les considérations d'ordre fiscal et d'ordre politique qui peuvent s'opposer à l'inscription à la cote.

Nous devons étudier chacune de ces trois fonctions.

SECTION I<sup>re</sup>**La responsabilité des banquiers en matière d'émission.**

Les banques sont, dans la pratique financière moderne, les canaux de l'émission.

Elles peuvent, à cet égard, jouer deux rôles différents, suivant que l'emprunteur emploie le procédé de la souscription publique ou celui de l'émission en banque.

Dans le système de la souscription publique, l'emprunteur fixe lui-même le taux de l'émission et offre directement ses titres au public. Mais comme l'Etat ou la société étrangère ne peuvent entrer en communication avec le public, ils ont recours aux banques qui mettent simplement leurs guichets à la disposition de l'emprunteur. Juridiquement, le banquier est alors un mandataire et le contrat se forme entre l'emprunteur et le souscripteur.

Mais, d'ordinaire, on suit le système de l'émission en banque. Un banquier ou un syndicat de banquiers prennent l'emprunt pour leur propre compte ; ils versent immédiatement entre les mains de l'emprunteur la somme demandée et ils reçoivent en échange les titres représentant la valeur de l'emprunt. Ils

écoulent ensuite ces titres dans le public. Leur profit vient de la différence entre le prix auquel ils ont acheté l'emprunt et celui auquel ils le placent. La banque est alors concessionnaire de l'emprunt.

Nous allons examiner la responsabilité des banquiers en matière d'émission en distinguant la responsabilité civile et la responsabilité pénale.

#### I. — RESPONSABILITÉ CIVILE

Pour apprécier la responsabilité civile des banquiers en matière d'émission, il faut examiner la situation juridique dans laquelle ils se trouvent :

1° Dans le système de la souscription publique ;

2° Dans le système de l'émission en banque. Dans ce cas, il nous faudra tenir compte de la personnalité de l'emprunteur.

Nous allons nous placer à ces divers points de vue et voir dans quelle mesure les établissements de banque se trouvent, d'après la jurisprudence, responsables des émissions.

1° Lorsque le banquier a été un simple intermédiaire prêtant ses guichets, il n'encourt, en principe, aucune responsabilité. Son rôle a été passif ; le contrat s'est formé entre le souscripteur et l'emprunteur. C'est ce qui a été reconnu par un arrêt de la Cour de Paris du 15 avril 1890 (1).

(1) *J. Soc.*, 1890, p. 237.

Toutefois ce principe comporte des exceptions. Il peut arriver en effet que la banque, tout en restant un simple intermédiaire en mettant ses guichets à la disposition de l'emprunteur, ait de plus adressé au public des notices et des prospectus relatifs à l'emprunt et fait paraître des publications dans les journaux périodiques. En ce faisant, le banquier a été, dans une certaine mesure, actif ; il s'est joint à l'emprunteur pour solliciter l'épargne. On peut considérer qu'il a cautionné les affirmations de l'emprunteur. Un arrêt de la Cour de Paris du 26 mars 1886 (1) a décidé que, si le prospectus contient des inexactitudes graves et propres à induire le public dans une erreur complète sur la situation de l'emprunteur, il y a une faute qui donne naissance à la responsabilité du banquier qui a pris part à la rédaction de ce document. Un certain nombre de décisions ont statué dans le même sens (2).

Cette solution se justifie-t-elle ? Non, dans la rigueur des principes. Car, même en envoyant des prospectus et en faisant insérer des communications financières, le banquier, n'ayant agi que sous la dictée de l'emprunteur et pour se conformer à ses

(1) *J. Soc.*, 1886, p. 444.

(2) Cass., 27 juillet 1867, *Le Droit*, 1869.1.350 ; Cass., 14 août 1878, S. 78.1.345 ; Cass., 3 mars 1885, *Gaz. Pal.*, 1885.1.482 ; Rennes, 16 novembre 1885, *Gaz. Pal.*, 24 novembre 1885.

ordres, n'a pas cessé d'être un mandataire. Or la responsabilité des fautes commises dans l'exercice du mandat existe non à l'égard du mandataire, mais à l'égard du mandant. Logiquement, il faudrait donc dire que le banquier, qui n'a été qu'un intermédiaire, ne saurait être responsable vis-à-vis des souscripteurs que de ses fautes lourdes, lesquelles constituent seules des faits personnels caractérisés. Mais cette manière de voir peut conduire à des regrettables conséquences pratiques. Lorsque l'emprunteur est un Etat étranger, les souscripteurs lésés ne pourraient s'adresser qu'à lui, mandant responsable. Or celui-ci échappe aux tribunaux. Nous serions donc en présence d'une responsabilité toute théorique.

2° Examinons maintenant le cas où un banquier ou un syndicat de banquiers ont pris ferme l'emprunt en se réservant de l'émettre dans le public à leurs risques et périls.

Ici la jurisprudence fait une distinction suivant la personnalité de l'emprunteur.

α) S'agit-il d'une société ?

Le banquier est certainement responsable. « Lorsqu'il a été établi en fait, dit la Cour de cassation par arrêt du 18 mars 1892, qu'un établissement financier chargé de l'émission d'obligations d'une société a pris une part directe à la confection du prospectus

dont il ne pouvait ignorer les inexactitudes, cet établissement est responsable du préjudice causé aux porteurs d'obligations souscrites sur la foi des allégations contenues dans les prospectus mensongers ; en pareille hypothèse, l'établissement émetteur ne peut être considéré comme un simple banquier intermédiaire entre la société qui emprunte et les souscripteurs d'obligations. Il en serait ainsi alors même que l'établissement émetteur aurait stipulé qu'il restait étranger aux affiches et prospectus concernant l'émission. »

Cette décision est parfaitement justifiée. Prêteur vis-à-vis de la société étrangère, l'établissement s'est comporté, à l'égard du public, comme un vendeur de valeurs mobilières et doit, par suite, être soumis à l'obligation de garantie.

β) S'agit-il, au contraire, d'un Etat étranger ?

Les tribunaux estiment que la garantie du banquier ne se présume pas et ne peut résulter que d'un engagement formel pris envers les acquéreurs de titres. La personnalité de l'établissement financier disparaît devant celle de l'Etat étranger. La qualité de concessionnaire à forfait mentionnée sur le prospectus ne suffit même pas à engager *ipso facto* la responsabilité du banquier. Cette conception a été plusieurs fois consacrée par les arrêts.

En 1870 et 1872, les emprunts péruviens furent

émis par MM. Dreyfus frères et Cie pour un montant total de 1.218 millions, avec la garantie du produit des douanes, de la vente du guano et de la propriété des chemins de fer à construire avec les fonds de l'emprunt. En mars 1876, le Pérou suspendit ses paiements. Les souscripteurs assignèrent devant le tribunal de la Seine MM. Dreyfus frères en paiement des intérêts dus, soit en vertu des engagements personnels contractés vis-à-vis des porteurs, soit en leur qualité de détenteurs de guano, soit enfin à titre de dommages-intérêts à raison de quasi-délit, voire même de manœuvres dolosives. De plus, ils demandèrent que le guano qui se trouvait en la possession de MM. Dreyfus fût mis sous séquestre. Subsidiairement, ils réclamaient une reddition de comptes de toutes les opérations relatives à l'emprunt.

Le tribunal de la Seine, par un jugement du 10 janvier 1877, admit en principe l'obligation personnelle de MM. Dreyfus, sans pourtant reconnaître que les coupons impayés fussent à leur charge. Il refusa de maintenir le gage des créanciers sur le guano, mais ordonna qu'il serait fait état de toutes les opérations de vente de ce produit (1).

Sur appel, la Cour de Paris infirma cette décision. Elle déclare qu'il n'y avait jamais eu d'engagement

(1) S. 78.1.346. .

personnel de la part de MM. Dreyfus frères et qu'on ne pouvait relever à leur charge aucune faute motivant leur responsabilité civile. L'arrêt, en date du 25 juin 1877, statua dans les termes suivants : « Attendu que l'action formée contre eux (MM. Dreyfus frères), par les intimés se fonde, indépendamment du mandat qu'ils ont reçu du gouvernement péruvien pour l'émission et le service des emprunts de 1870 et 1872, sur l'existence d'un engagement personnel qu'ils auraient contracté envers les créanciers soit en vertu de conventions, soit même par suite de quasi-délits ;

« Attendu que, le gouvernement péruvien n'y étant pas partie, les appelants ne peuvent invoquer comme fin de non-recevoir contre elle le principe du droit des gens qui consacre l'indépendance réciproque des Etats et s'oppose à ce que l'un d'eux usurpe contre l'autre un droit de juridiction à l'effet de connaître des actes et des engagements de ce dernier ;

« Attendu que l'exécution de leurs obligations prétendues et de la condamnation prononcée contre eux est de nature à ouvrir en faveur des frères Dreyfus un recours contre le gouvernement péruvien, l'exercice éventuel de ce recours ne saurait exercer aucune influence soit sur la compétence des tribunaux français, soit sur la recevabilité de la demande qui n'est dirigée que contre les appelants seuls en leur qualité d'obligés personnels et directs..... »

De même, dans l'affaire des créanciers de la République d'Haïti contre les sieurs White, Hartmann et Cie, banquiers, le tribunal de commerce (jugement du 12 juin 1877) décida que « si ces banquiers sont indiqués sur le prospectus comme concessionnaires de l'emprunt, il résulte des documents qu'ils n'étaient que des intermédiaires, patronnant, il est vrai, l'opération, mais ne prenant aucun engagement vis-à-vis des souscripteurs ; que c'est au gouvernement d'Haïti seul que confiance a été faite » (1). Les demandeurs furent en conséquence déboutés de leur action en responsabilité.

En 1868, les créanciers du gouvernement tunisien demandèrent le remboursement de leurs titres au Comptoir d'Escompte. Ils appuyèrent leur action sur ce fait que cet établissement avait sollicité les souscripteurs en annonçant au public notamment « qu'il était chargé du paiement des intérêts et du remboursement des obligations et que, par traité passé avec le gouvernement tunisien, ce dernier affectait spécialement en garantie les revenus de son domaine et le droit sur les oliviers ». Les demandeurs prétendaient que, par ces annonces et par d'autres agissements, le Comptoir d'Escompte avait entraîné la foi des souscripteurs, qu'il y avait donc de sa part un fait personnel engageant sa responsabilité.

(1) *Le Droit*, 13 juin 1877, p. 566.

Le tribunal de la Seine refusa d'admettre cette prétention et la Cour, par arrêt du 5 octobre 1868, confirma cette décision. « Attendu, dit-elle, que si le Comptoir d'Escompte a écrit à quelques-uns des obligataires qu'il a pris des mesures nécessaires pour que leurs intérêts soient sauvegardés, on ne saurait voir dans cette correspondance la reconnaissance d'une responsabilité personnelle qui ne résulte d'aucun acte, mais seulement la continuation du rôle d'intermédiaire qui a toujours été celui du Comptoir. »

Même solution dans l'affaire des emprunts du Honduras, émis à Paris et à Londres en 1867. Le service des intérêts ayant été suspendu en 1873, un groupe de porteurs actionna en dommages-intérêts, devant le tribunal de la Seine, les membres du Conseil de surveillance et les banquiers chargés de l'émission des titres. La responsabilité de ces derniers fut écartée par un jugement du 21 mars 1878, confirmé par un arrêt du 26 février 1880 (1).

Ainsi les Etats, à cause de leur souveraineté, non seulement ne peuvent être poursuivis judiciairement du chef de leurs emprunts, mais, par une suite logique du principe, ils couvrent les actes des intermédiaires qui réalisent l'opération.

(1) *Le Droit*, 3 mars 1880.

## II. — RESPONSABILITÉ PÉNALE.

Les banquiers peuvent tomber sous le coup des articles du Code pénal qui punissent l'escroquerie et l'abus de confiance. Ils peuvent également être punis comme complices.

L'application de cette règle ne souffre pas de difficultés quand il s'agit du placement des titres des sociétés étrangères. Mais quand il s'agit d'emprunt d'Etat, la jurisprudence écarte la responsabilité des banquiers.

Dans l'affaire du Honduras, dont nous venons de parler, les porteurs de titres demandaient à faire la preuve de la fraude, de malversations et de détournements commis par les intermédiaires. Le chemin de fer, pour lequel l'emprunt avait été émis, ne fut pas construit. Trois millions avaient été employés pour commencer les travaux ; soixante-dix millions étaient restés aux mains des intermédiaires. L'arrêt précité écarta cependant l'application de la loi pénale sous le prétexte que la plupart des actes incriminés étaient des actes d'autorité émanant d'un gouvernement étranger auquel ils devaient être imputables.

Cette jurisprudence a été très sérieusement critiquée (1). S'il est vrai qu'un tribunal ne peut juger

(1) Politis, *Emprunts d'Etats étrangers*, p. 119, Becker, *Emprunts étrangers*, p. 40 ; Lewandowski, *loc. cit.*, p. 189.

les actes d'un gouvernement étranger, il est exagéré de conclure que cette immunité couvre aussi ses complices. L'irresponsabilité du gouvernement étranger rend au contraire plus nécessaire la responsabilité des intermédiaires. Un groupe de financiers ne doit pas pouvoir profiter de la situation embarrassée d'un petit Etat qui fait appel à son concours pour exploiter impunément, sous le couvert de son nom et de sa signature, l'épargne trop confiante.

## SECTION II

### **Le rôle de la Chambre syndicale des agents de change en matière d'admission à la cote.**

L'admission à la cote officielle des agents de change est l'œuvre exclusive des agents de change. Ils ne peuvent y procéder que sur avis favorable du ministre, mais ils y procèdent seuls. La Chambre syndicale des agents de change est maîtresse de la cote.

Nous allons étudier dans cette section :

1° La procédure d'admission à la cote officielle des valeurs étrangères ;

2° La responsabilité de la Chambre syndicale des agents de change en matière d'admission à la cote.

I. — LA PROCÉDURE D'ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE  
DES VALEURS ÉTRANGÈRES.

Comment la Chambre syndicale des agents de change, sollicitée d'admettre à la cote une valeur étrangère, procède-t-elle ?

Le règlement de la Compagnie des agents de change contient les dispositions suivantes :

TITRE III, ART. 71. — « Des délibérations de la Chambre syndicale déterminent les valeurs qui seront cotées au comptant seulement à la partie officielle de la cote et celles qui y seront cotées au comptant et à terme. »

ART. 72. — « La quotité des variations des cours des marchés au comptant et à terme est déterminée par les délibérations de la Compagnie des agents de change sur la proposition de la Chambre syndicale. »

ART. 75. — « Une commission désignée chaque année par la Chambre syndicale est spécialement chargée, sous sa surveillance, de la préparation de la cote des changes et des valeurs d'or et d'argent. »

Ces dispositions générales ne nous renseignent guère sur les formes précises de la procédure d'admission à la cote.

Un règlement du mois d'avril 1907 détermine les pièces et renseignements qui doivent être fournis à

l'appui de la demande d'admission à la cote officielle des fonds d'Etats étrangers (1). D'autre part le décret du 6 février 1880 règle la procédure d'admission des valeurs étrangères autres que les titres d'emprunts des Etats. Nous allons examiner ces deux textes.

Les Etats étrangers qui veulent faire admettre à la cote officielle leurs fonds publics doivent fournir un certain nombre de pièces justificatives. Celles-ci sont au nombre de huit (2) :

1° L'indication des lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt ;

2° La certification, par l'autorité consulaire établie en France, que la valeur est cotée officiellement dans son pays d'origine ; à moins qu'il n'y existe pas de bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat. Cette certification doit être établie en français et dûment légalisée par le ministre des affaires étrangères à Paris ;

3° Un spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

4° L'indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

5° L'engagement de fournir à la Chambre syndi-

(1) Guillaume, *loc. cit.*, p. 151.

(2) Règlement précité d'avril 1907.

cale des agents de change deux cents listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

6° L'engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

7° L'indication de la caisse chargée à Paris du service des titres et des coupons ;

8° Les traductions françaises, en due forme, de toutes pièces produites en langue étrangère.

Toutes ces pièces doivent être fournies à l'appui de la demande d'admission à la cote, laquelle est adressée, sous formule obligatoire, au syndic des agents de change.

Quant aux valeurs étrangères autres que les fonds d'Etats, leur admission à la cote se trouve réglementée, nous l'avons dit, par le décret du 6 février 1880.

ART. 2. — « La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée se fait remettre les pièces et justifications suivantes :

1° Les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine ;

2° La certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est officiellement cotée dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat ;

3° La justification de l'agrément, par le ministre des finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor. »

ART. 3. — « La Chambre syndicale peut demander, en outre, toutes pièces justificatives et renseignements qu'elle juge nécessaires. »

Cette procédure est applicable à l'admission des « actions, obligations, titres d'emprunt, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères et tous autres établissements étrangers » (art. 1<sup>er</sup> du décret).

D'après le décret de 1880, ces pièces justificatives ne doivent être remises qu'à la Chambre syndicale. Mais, nous l'avons dit, une lettre du ministre des finances du 12 février 1880 rétablit l'ancien système du double dossier, dont l'un est remis au ministre et l'autre à la Chambre syndicale. « Bien qu'en principe, écrivait le ministre des finances, il appartienne aux Chambres syndicales seules, de s'assurer de la régularité de ces justifications, je désire qu'il en soit

fourni un double à mon administration pour être déposé dans ses archives. Vous voudrez donc bien joindre aux décisions que vous seriez dans le cas de soumettre à mon approbation, une expédition ou une copie certifiée de chacune des pièces énoncées dans l'article 2 du décret (1). »

## II. — LA RESPONSABILITÉ DE LA CHAMBRE SYNDICALE DES AGENTS DE CHANGE EN MATIÈRE D'ADMISSION A LA COTE.

La Chambre syndicale des agents de change est, nous l'avons dit, maîtresse de la cote. Mais il ne s'en suit pas qu'elle ne puisse encourir aucune responsabilité dans l'accomplissement de sa mission. Elle peut commettre des abus de pouvoir et des fautes de nature à engager sa responsabilité. Nous allons essayer de déterminer les actes qui n'engagent pas sa responsabilité et ceux qui l'engagent en nous plaçant au triple point de vue de :

- 1° L'admission à la cote ;
- 2° Le refus d'admission à la cote ;
- 3° Le retrait de la cote.

### 1° *L'admission à la cote.*

Au point de vue de la valeur intrinsèque du titre, l'admission d'une valeur à la cote officielle n'en-

(1) *Manuel des agents de change*, p. 592.

traîne en aucune manière la responsabilité des agents de change. En d'autres termes, l'admission à la cote n'est pas, en faveur de la valeur qui en est l'objet, une recommandation de la Chambre syndicale. Celle-ci examine s'il y a une quantité de négociations suffisante sur la valeur dont il s'agit pour que son admission soit d'un intérêt général. Mais elle n'a pas à examiner le point de vue de la solvabilité des débiteurs. C'est à ceux qui achètent le titre à apprécier la garantie que ces titres offrent ; ils les achètent à leurs risques et périls.

La responsabilité de la Chambre syndicale ne serait engagée que si elle avait admis à la cote une valeur émise dans des conditions irrégulières. On sait en effet que la négociabilité de certains titres est soumise à des conditions particulières. Ainsi la loi du 24 juillet 1867 (art. 2 et 3) interdit la négociation des actions de numéraire avant la constitution définitive de la société et celle des actions d'apports avant l'expiration d'un délai de deux années à partir de cette constitution. D'autre part, nous avons vu que le décret du 1<sup>er</sup> décembre 1893, modifiant l'article 4 du décret du 6 février 1880, exige pour l'admission à la cote que les actions soient d'au moins 25 francs ou d'au moins 100 francs suivant que le capital social n'excède pas ou excède 200.000 francs. Le même texte exige que les actions soient libérées de

25 francs lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs et au moins jusqu'à concurrence du quart lorsqu'elles sont supérieures à ce chiffre. En l'absence de ces conditions, les titres ne sauraient être admis à la cote. La Chambre syndicale serait responsable si elle passait outre à ces prescriptions (1).

Mais la constatation de l'accomplissement des conditions légales en ce qui concerne l'émission et la constatation des qualités de pure forme qui rendent un titre susceptible d'être officiellement coté n'a aucun rapport avec la constatation de la valeur intrinsèque de ce titre. Le fait même de la constatation par le Syndicat des agents de change que les opérations avec concurrence et publicité sont en assez grand nombre pour produire un cours véritable constitue bien une sauvegarde pour le public qui est ainsi renseigné d'une façon exacte sur la valeur actuelle de négociation du titre, valeur déterminée par le libre jeu de l'offre et de la demande. Mais si la Chambre syndicale garantit cette valeur de négociation du titre, elle n'en garantit pas la valeur intrinsèque.

Mais, en admettant une valeur à la cote, la Chambre syndicale affirme que les titres existent réellement, que les lois ont été observées, que la valeur se

(1) S. 78.1.369, Buchère, *Traité des valeurs mobilières*, n° 1108.

présente dans les conditions ordinaires de loyauté commerciale. L'admission à la cote appelle donc une certaine confiance sur la valeur admise. La Chambre syndicale doit donc, avant de se prononcer, faire une enquête sur la légalité et la sincérité de l'opération, vérifier les transactions auxquelles les titres nouveaux ont déjà donné lieu, s'assurer de leur caractère et de leur multiplicité. Un cours factice entraînerait des inconvénients évidents ; une forte baisse des cours ne tarderait pas à se produire, causant la ruine des porteurs de titres.

Il n'y a pas de raison de soustraire la Chambre syndicale aux principes généraux de la responsabilité, si elle prononce sans une enquête suffisante une admission à la cote. La faute grave de la Chambre syndicale entraînera certainement sa responsabilité.

Reste la faute moins caractérisée. La Chambre syndicale a fait des vérifications, mais celles-ci ont été insuffisantes et, conduites plus sérieusement, elles auraient abouti à un refus d'admission. Dans cette hypothèse, il y a une question de fait à juger par les tribunaux et la Chambre sera, suivant l'appréciation du juge, déclarée ou non responsable.

La Chambre civile de la Cour de cassation, dans son arrêt du 4 décembre 1877 (Chambre syndicale des agents de change contre Lebourgeois et autres) a consacré l'opinion que nous venons d'exposer.

La Compagnie du chemin de fer de Memphis et Paso and Pacific Railroad, appelée plus tard Compagnie du Transcontinental du Sud des Etats Unis, avait émis des titres nommés bons hypothécaires ; ces titres étaient gagés par des terrains. Avant de procéder à la souscription, les émetteurs voulurent s'assurer de l'admission à la cote des bons hypothécaires. Le président du Comité exécutif d'administration adressa, le 2 juillet 1869, une lettre au ministre des finances et une autre au syndic des agents de change pour demander l'admission à la cote. Le ministre des finances écrivit au syndic qu'avant de consulter sur cette affaire le ministre des affaires étrangères, il désirait savoir si les titres en question paraissaient à la Chambre syndicale susceptibles d'être cotés. La Chambre syndicale se mit en devoir de rechercher si la compagnie émettrice était sérieuse et si le gage hypothécaire existait réellement. Finalement, elle se prononça pour l'admission à la cote. Le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères n'ayant pas fait d'opposition, l'émission eut lieu ; elle eut un grand succès : vingt millions furent souscrits. Mais ceux qui avaient lancé l'affaire se partagèrent la plus grande partie des sommes encaissées. Deux millions seulement furent retrouvés dans la caisse de la société quand la justice eut nommé un liquidateur et fait saisir le matériel de la compagnie.

Plusieurs porteurs de bons, les sieurs Lebourgeois, Fayolle et autres se réunirent pour obtenir réparation du préjudice qui leur avait été causé. Ils intentèrent une action en dommages-intérêts, non seulement contre ceux qui les avaient dépouillés, mais aussi contre la Chambre syndicale qui avait autorisé l'admission à la cote officielle.

Un jugement du tribunal de commerce de la Seine, en date du 25 mars 1874, condamna la Chambre syndicale envers les souscripteurs à un quinzième des dommages-intérêts que paieraient les parties principales. Le jugement constatait que l'admission à la cote des bons hypothécaires de la Compagnie du Transcontinental avait été l'une des causes les plus directes du préjudice dont les demandeurs poursuivaient la réparation. « Attendu, disait le tribunal, que l'examen et les vérifications préalables que comporte cette mesure de la part de la Chambre syndicale, gardienne du marché français, impliquent nécessairement pour le public qu'elle n'admet à la cote officielle que les valeurs dont le caractère sérieux s'affirme aux yeux des hommes expérimentés qui la composent... »

Cette manière de voir fut confirmée par l'arrêt de la Cour de Paris du 24 juillet 1875 et par la Chambre civile de la Cour de cassation dans son arrêt du 4 décembre 1877.

Ainsi la Chambre syndicale des agents de change supporta sa part de responsabilité dans cette affaire qui, ainsi que le dit M. l'avocat général Desjardins devant la Cour suprême, fut l'une des plus vastes escroqueries internationales dont la France ait conservé le souvenir.

*2° Refus d'admission à la cote.*

Plus délicate est la question de responsabilité en matière de refus d'admission à la cote. Car admettre que la Chambre syndicale peut être déclarée responsable du refus vis-à-vis de l'établissement émetteur, c'est entraver sa liberté ; et, d'autre part, proclamer son irresponsabilité, c'est lui donner le moyen de faire de l'arbitraire, de favoriser certaines sociétés au détriment d'autres sociétés.

Juridiquement, il faut, du moins en principe, écarter la responsabilité de la Chambre syndicale en matière de refus d'admission. En effet la société qui sollicite cette admission n'a aucun droit acquis à cette dernière. N'étant tenue d'aucune obligation vis-à-vis de la société, la Chambre syndicale ne peut commettre aucune faute en refusant l'admission. Or il n'y a pas de responsabilité sans faute.

*3° Retrait de la cote.*

Enfin que décider dans le cas où la Chambre syndicale retire une valeur de la cote ?

La plupart du temps, dans cette hypothèse, sous l'influence de ce retrait la valeur baissera. Cependant la Chambre syndicale ne sera pas responsable de la baisse si, dans la mesure par elle prise, elle ne s'est inspirée que de l'intérêt général, par exemple, si elle a voulu arrêter la spéculation sur une valeur qui avait cessé d'être sérieuse. La Chambre syndicale serait, au contraire, responsable si le retrait de la cote constituait de sa part une manœuvre dolosive ou même simplement arbitraire.

La Chambre civile de la Cour de cassation, dans un arrêt rendu le même jour que celui précédemment cité (affaire Saurigues contre Chambre syndicale des agents de change) a décidé que la Chambre syndicale étant chargée de veiller à la sincérité des opérations de bourse peut, dans le but de prévenir des spéculations déloyales, déterminer les conditions auxquelles elle croit devoir subordonner le maintien de certaines valeurs à la cote. Ainsi la Chambre syndicale peut, dans le cas où deux titres de même valeur d'une société ont des cours différents, autoriser la livraison d'un de ces titres à la place de l'autre ; et, dans cette hypothèse, la Chambre

syndicale n'est pas responsable de la dépréciation que le titre dont le cours est le plus élevé, aura subie à la suite de sa délibération.

### SECTION III

#### **Droit du gouvernement en matière d'admission à la cote.**

Le droit du Gouvernement en matière d'admission à la cote nous est déjà connu par l'historique que nous en avons fait. Il est toujours réglé par l'ordonnance de 1823, complétée par les documents postérieurs que nous avons examinés.

Nous allons nous attacher à préciser :

1° La procédure suivant laquelle ce droit s'exerce ;

2° L'étendue de ce droit ;

3° Ses conséquences ;

Enfin dans un quatrième paragraphe nous examinerons certains cas dans lesquels le gouvernement est intervenu relativement à l'admission à la cote de valeurs étrangères.

#### **I. — PROCÉDURE SUIVANT LAQUELLE S'EXERCE LE DROIT DU GOUVERNEMENT EN MATIÈRE D'ADMISSION A LA COTE**

Le ministre des finances est mis à même d'exer-

cer, de concert avec le ministre des affaires étrangères, son droit de veto grâce aux communications qui lui sont faites par la Chambre syndicale des agents de change. Celle-ci doit en effet envoyer au ministre des finances un exemplaire des pièces justificatives fournies à l'appui de la demande d'admission. Il en a été ainsi décidé par la lettre ministérielle du 12 février 1880. Le Gouvernement n'a pas à faire porter son examen sur les questions qui ont déjà été examinées par les agents de change ou qui le seront plus tard, par exemple sur le fait de rechercher si la valeur pour laquelle est demandée l'admission est l'objet d'un assez grand nombre d'opérations pour produire un cours véritable. Le rôle du ministre des finances est d'apprécier si les intérêts du Trésor sont sauvegardés ; celui du ministre des affaires étrangères d'apprécier si aucune considération politique ne vient s'opposer à l'admission à la cote. Il y a là des intérêts supérieurs, d'ordre économique ou d'ordre politique, qui doivent passer avant les intérêts des particuliers ou des groupes financiers.

La Chambre syndicale ne peut donc inscrire une valeur étrangère à la cote avant que le ministre ait donné son avis. Ce point a été nettement indiqué dans la lettre du ministre des finances du 12 août 1873 au Syndic des agents de change, lettre dont nous avons

fait connaître la teneur. Ce n'est qu'après avoir reçu cet avis du ministre que la Chambre syndicale peut statuer, souverainement d'ailleurs, sur l'admission à la cote d'une valeur.

Remarquons qu'il n'existe pas de collaboration étroite entre le ministère des finances et la Chambre syndicale des agents de change. Chacun a son rôle bien déterminé ; chacun exerce une fonction indépendante. Le ministre n'a aucun contrôle à exercer sur la décision des agents de change. Ces derniers peuvent d'ailleurs, après un avis favorable du ministre, juger qu'il n'y a pas lieu de procéder à l'admission à la cote. Il se produit ainsi une sorte de séparation des pouvoirs, une délimitation précise des compétences. Mais il y a subordination des agents de change au ministre, c'est-à-dire des intérêts particuliers aux intérêts généraux, en ce sens que la Chambre syndicale ne peut passer outre à un avis défavorable du ministre.

## II. — ÉTENDUE DU DROIT DU GOUVERNEMENT EN MATIÈRE D'ADMISSION A LA COTE.

Il n'est pas douteux que le droit de veto à l'admission à la cote du ministre des finances existe, quelle que soit la valeur étrangère qui sollicite l'admission, titre d'emprunt d'Etat ou titre de société.

Mais une autre question se présente : Le gouver-

nement peut-il opposer son veto à l'admission d'une valeur à la cote officielle du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant ou du Syndicat des banquiers en valeurs à terme ? En effet, beaucoup de valeurs étrangères sont négociées et cotées par ces deux Syndicats des banquiers en valeurs au comptant et à terme. Il existe des relations internationales entre les maisons de coulisse ; et les transactions sur le marché en banque ont une ampleur considérable.

M. Pluyette, dans un rapport fait au Congrès international des valeurs mobilières de 1900 sur « les fonds d'Etats étrangers sur le marché libre » a soutenu que l'admission à la cote en Banque de semblables valeurs devrait être précédée d'une demande d'autorisation du Syndicat de la coulisse au ministère des finances (1).

Le rapporteur signalait le danger de l'introduction sur le marché libre de fonds d'Etats faillis, écartés du marché officiel par le « blocus de la cote ». « La barrière que des considérations d'ordre public avait fait établir à l'entrée du marché officiel, écrit-il, pour en défendre l'accès aux fonds étrangers sans une autorisation expresse et écrite pourrait se trouver ainsi tournée ; le Syndicat de la coulisse ne saurait avoir plus de droits que le Parquet des agents

(1) *Congrès international des valeurs mobilières*, juin 1900, t. II.

de change ; le gouvernement ne saurait être moins armé pour défendre l'épargne française et l'intérêt national sur le marché libre qu'il ne l'est pour les défendre sur le marché officiel. »

A l'appui de son argumentation M. Pluyette citait l'exemple d'un Etat de l'Amérique centrale qui s'était vu refuser l'admission à la cote officielle pour avoir laissé en souffrance les créances de nombreux Français. Cet Etat parvint cependant à introduire ses titres sur le marché libre grâce à une entente entre les banques étrangères et le Syndicat de la coulisse qui les admit à sa cote. Les créanciers français ne reçurent par suite aucune satisfaction (1).

Il est difficile de méconnaître la force d'un pareil raisonnement. Mais la conclusion à laquelle il aboutit n'est point en harmonie avec les textes qui régissent la matière. Le décret de 1880 et la circulaire du 12 février qui l'interprète ne prévoient en effet que l'admission au marché officiel du syndicat des agents de change. On ne peut donc assimiler, au point de vue du droit de vote du gouvernement, la cote en Banque à la cote officielle.

Il est permis de penser qu'il existe peut être sur ce point une lacune regrettable. Néanmoins il ne faut pas en exagérer l'importance. En effet le gou-

(1) *Rapport précité.*

vernement peut toujours avoir recours à l'article 5 du décret du 6 février 1880 aux termes duquel « le ministre des finances peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère. » La négociation en France de toute valeur étrangère, abstraction faite de l'admission à n'importe quelle cote, demeure donc soumise au droit de veto du gouvernement.

### III. — CONSÉQUENCES DU DROIT DU GOUVERNEMENT EN MATIÈRE D'ADMISSION A LA COTE.

Le droit du gouvernement en matière d'admission est un simple droit de veto. Mais on peut tout aussi bien dire que c'est un pouvoir d'autorisation. Le droit de s'opposer implique ici le droit corrélatif de permettre. Le ministre transmet son avis par écrit à la Chambre syndicale des agents de change. Si cet avis est favorable, il équivaut à une véritable autorisation.

Ce qu'il faut bien remarquer c'est que le fait par le gouvernement d'autoriser l'admission d'une valeur à la cote officielle n'engage pas sa responsabilité vis-à-vis des souscripteurs.

Mais le refus d'autorisation, lorsqu'il a pour objet un titre d'emprunt d'un Etat étranger, peut avoir des inconvénients assez graves. Les Etats étrangers sont portés à voir dans la faveur de la cote quelque chose d'analogue aux avantages résultant d'un traité

de commerce. Sans doute l'Etat emprunteur ne pourrait rendre responsable le gouvernement français du refus d'admission par la Chambre syndicale, puisque le ministre n'a pas le droit d'imposer à celle-ci l'inscription. Mais l'Etat emprunteur serait fondé à voir dans le veto du gouvernement un acte anti-amical. Les conséquences d'un tel acte pourraient être assez graves. La première serait l'exercice de représailles par l'Etat dont l'emprunt n'aurait pas été admis à la cote : il fermerait lui-même sa cote officielle aux emprunts éventuels de l'autre. En outre, il pourrait résulter de ces circonstances une tension diplomatique, fait toujours regrettable dans les rapports entre nations, quelquefois même, à certains moments, fait gros de conséquences.

Il existe un cas où l'autorisation donnée par le gouvernement d'admettre à la cote officielle les titres d'un emprunt d'un Etat étranger peut être considéré par un autre Etat comme un acte anti-amical vis-à-vis de lui. C'est le cas où, deux Etats étant en guerre, le gouvernement autoriserait l'admission à la cote d'un emprunt fait par l'un des deux belligérants. Le gouvernement français a compris qu'un tel acte vis-à-vis d'un belligérant serait contraire aux règles de la neutralité : il a déclaré qu'aucun emprunt italien ou turc ne serait admis à la cote officielle tant que les hostilités n'auront pas cessé entre l'Italie et la Turquie.

VI. — CERTAINS CAS DANS LESQUELS LE GOUVERNEMENT EST  
INTERVENU RELATIVEMENT A L'ADMISSION A LA COTE DE  
VALEURS ÉTRANGÈRES.

1° *Emprunts d'Etats étrangers.*

Si le gouvernement, dans les circulaires que nous avons étudiées, a cru devoir insister sur son droit de veto en matière d'admission à la cote, il n'a, en fait, usé de ce droit qu'avec une grande prudence. Cependant, en 1910, deux projets d'emprunts d'Etats étrangers avaient mis cette question au rang des questions d'actualité. Ce sont :

α) L'emprunt hongrois ;

β) L'emprunt ottoman.

α) *L'emprunt hongrois.* — Le gouvernement hongrois (1) fut autorisé, le 30 juillet 1909, par la Chambre des députés de Budapest, à contracter un emprunt. Le gouvernement hongrois ayant manifesté l'intention de faire appel au concours de différents marchés étrangers, et notamment du marché français, le gouvernement français, à la suite d'une entente entre le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères, subordonna l'ouverture de notre marché à cet emprunt à une double condition :

(1) Voir le rapport de M. Deschanel sur le budget des dépenses du ministère des affaires étrangères pour 1911. Chambre des députés, 12 juillet 1910. Annexe n° 361, p. 32 et suiv.

1° Il devrait être donné satisfaction aux réclamations poursuivies à Vienne par les obligataires des chemins de fer de la Südbahn, en grande majorité français, en vue d'une amélioration de la situation financière de la compagnie.

2° Il devrait être donné certaines garanties au sujet de l'utilisation, dans des desseins pacifiques, des fonds provenant de l'emprunt.

En outre, il était entendu que le gouvernement français aurait à apprécier si, à l'époque choisie par la Hongrie pour l'emprunt projeté, la situation de notre marché financier et les conditions de la politique générale étaient de nature à permettre la réalisation de cet emprunt.

La Hongrie n'accepta pas ces conditions et traita avec un consortium de banques hongroises, autrichiennes et allemandes. L'opération fut sensiblement moins avantageuse que si elle avait été faite sur le marché français. En effet, dans ce dernier cas, le Trésor hongrois aurait immédiatement encaissé 560 millions. Or l'opération faite par le consortium austro-hongrois-allemand n'a porté que sur 500 millions, et même, en réalité, sur 250 millions seulement (dont 125 à option) si l'on tient compte de 250 millions de bons du Trésor qui devront être remboursés dans trois ans ; ce qui obligera le gou-

vernement hongrois à faire, avant cette époque, un nouvel appel au crédit public.

β) *L'emprunt ottoman*. — « Si le gouvernement, disait le *Temps* (1), demande au grand-vizir de formuler par écrit la demande d'admission à la cote, sans préciser auparavant à quelles conditions cette admission lui sera accordée, on comprend que le mandataire du gouvernement turc hésite à acquiescer à cette procédure. Ne serait-il pas, en effet, tout à fait désobligeant pour le gouvernement turc qu'on lui refusât cette admission après l'avoir engagé à en faire la demande formelle, parce qu'il n'aurait pas voulu accepter les conditions de transaction qu'on aurait posées ou offertes ? Il semble qu'en matière diplomatique aucune signature ne doit être donnée avant que les parties contractantes ne se soient mises absolument d'accord sur tous les points. »

Ces réflexions étaient sans doute fort justes. Mais la lenteur d'acquiescement de notre gouvernement s'expliquait par les circonstances.

Djavid Bey, ministre des finances ottoman, était venu en France au mois de juillet 1910. Il s'était mis en rapport avec un groupe financier étranger au consortium des grands établissements de crédit et

(1) Le *Temps*, 12 septembre 1910 semaine financière.

il avait conclu un emprunt gagé par les douanes de Constantinople. C'était une garantie exceptionnelle. Jusqu'à la Révolution turque, l'administration des douanes avait été sous la dépendance du grand-vizir ; depuis cette époque, elle a passé sous le contrôle du ministre des finances.

Les négociations pour obtenir la cote de la Bourse de Paris furent lentes. « Malgré cette garantie exceptionnelle, était-il écrit dans le *Temps* (1), on conçoit fort bien que les négociations engagées pour obtenir la cote de la Bourse de Paris n'aient pas marché avec toute la rapidité que le brillant et bouillant ministre des finances de Turquie aurait désiré. Il devait se heurter à bien des difficultés ; et il faut convenir que ce jeune ministre n'employa pas peut-être pour les aplanir les procédés diplomatiques les mieux appropriés.

« Au lieu de tenir compte, au moins dans la forme, de l'autorité acquise chez nous par la Banque Ottomane et le consortium financier, en raison des services rendus aux créanciers de la Turquie, Djavid Bey a pris vis-à-vis d'eux une attitude qui a paru plutôt désobligeante.

« Mais c'est surtout pour l'honorable M. Laurent, conseiller financier de la Turquie, qu'il aurait dû

(1) Le *Temps*, 12 septembre 1910.

avoir plus d'égards. Après tout, n'est-ce pas sur la demande du gouvernement jeune-turc lui-même, que ce conseiller a été envoyé par la France à Constantinople pour mettre un peu d'ordre dans les finances publiques et pour aider à la confection du premier budget ? On ne devait pas oublier cette circonstance. On ne doit donc pas se montrer surpris que ce malentendu ait justifié pour une certaine part l'intervention très significative du ministre des affaires étrangères et du président du Conseil lui-même dans la poursuite des négociations. »

M. Laurent s'était en effet employé à faire ressortir le crédit de la Turquie. Au mois de mars 1910, dans une conférence faite à Paris, sous la présidence d'un ancien grand-vizir de l'Empire Ottoman, il avait fourni à l'épargne française un ensemble d'excellents arguments en faveur de l'emprunt. Sans doute, disait M. Laurent, le premier budget nouveau accuse un déficit de 100 millions, mais celui du précédent budget avait été de 124 millions. Ce déficit peut du reste disparaître d'ici quelques années grâce à une stricte économie et à la suppression des anciens abus.

« Chacun est prêt à aider la Turquie, concluait M. Laurent, la France en premier lieu. La France, qui dès le xvi<sup>e</sup> siècle, a noué avec la Turquie des relations amicales ; la France, qui, en dehors de l'in-

fluence, de la prépondérance que ses recherches, que l'emploi de son activité économique, de sa puissance financière lui ont assurées en Orient ; la France qui, depuis quelques mois déjà, lui a donné des preuves de sa bonne volonté, est toute prête à donner encore à la Turquie le concours de ses ingénieurs, de ses administrateurs, de ses savants. Elle est toujours disposée à ouvrir toutes grandes les portes de ses écoles et de ses grandes administrations aux jeunes fonctionnaires et aux étudiants turcs qui y viendront apprendre les moyens de réorganiser leurs services publics, de développer leur agriculture, de compléter leur outillage national encore si insuffisant. Enfin la France leur prêtera largement aussi son crédit incomparable. » Ces paroles étaient, on le voit, loin d'être hostiles à la Turquie.

A la suite de ces événements, Djavid Bey dut céder sa place au grand-vizir Hakki Pacha. L'esprit de conciliation de ce dernier fit aboutir la demande d'admission à la cote de la Bourse de Paris. Il était temps, car, en Angleterre, un groupe financier puissant, qui était déjà intervenu en 1909 lors des négociations de l'emprunt turc finalement conclu par la Banque Ottomane seule, cherchait à se concilier les faveurs de Constantinople.

*Emprunts d'Etats Sud-Américains.* — L'admission à la cote d'emprunts éventuels d'Etats Sud-

Américains a donné lieu, l'année dernière, à un débat parlementaire, non plus en raison de considérations d'ordre politique, mais en raison de la situation plus ou moins prospère des finances de ces Etats.

Le 13 janvier 1911, M. le député Lemire demanda quels sont les pouvoirs du gouvernement français pour défendre les capitalistes contre les émissions d'emprunts d'Etats ou de provinces Sud-Américaines dont la solvabilité est douteuse(1). M. Pichon, ministre des affaires étrangères, répondit dans les termes suivants : « Lorsqu'une demande d'emprunt avec admission à la cote est faite en France, le rôle du ministre des affaires étrangères se borne d'abord à faire savoir à M. le ministre des finances s'il a des objections d'ordre politique ou d'ordre diplomatique à opposer à l'admission à la cote de l'emprunt ; et ensuite à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a reçues de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente.

« En ce qui concerne les emprunts de l'Amérique du Sud, ils se divisent généralement en deux catégories : les emprunts des Etats fédéraux et les emprunts des Etats locaux.

« Pour les emprunts d'Etats fédéraux, le minis-

(1) *J. off.*, Chambre, Débats, p. 31.

tère des affaires étrangères fait connaître s'il a ou non des objections d'ordre politique à formuler : l'Etat fédéral a vis-à-vis de lui une responsabilité, et, dans le cas de suspension des paiements, un recours pourrait être exercé contre lui par le ministre des affaires étrangères.

« Lorsqu'il s'agit d'emprunts d'Etats locaux, le ministre des affaires étrangères, n'ayant aucun recours dans aucun cas contre l'Etat emprunteur, se borne à transmettre, sans formuler la moindre opinion, les renseignements d'ordre financier qu'il reçoit de ses agents ; le ministre des finances apprécie.

« Il est arrivé d'ailleurs assez souvent que des Etats Fédéraux de l'Amérique du Sud, en raison de l'abondance des demandes d'emprunts émanant d'Etats locaux, aient été les premiers à nous faire entendre que nous pourrions très bien nous dispenser et même à nous demander de ne pas admettre à la cote certains emprunts proposés par des Etats locaux. »

Le ministre rappelle ensuite qu'il est de tradition de demander que la France soit représentée dans les conseils d'administration constitués à la suite des opérations réalisées et que notre commerce et notre industrie soient appelés à profiter, dans la mesure la plus large possible, de l'emploi des fonds de l'emprunt.

*2° Emprunts de sociétés étrangères.*

Le gouvernement peut aussi se servir de son droit de veto pour défendre les intérêts des nationaux français lorsqu'il s'agit d'une demande d'admission à la cote officielle des titres d'un emprunt, non plus d'un Etat, mais d'une société étrangère.

Tel fut le cas lorsque le gouvernement français opposa son veto à l'admission à la cote officielle des obligations du Crédit foncier cubain, émises sur le marché au début de 1912. Ce refus d'admission à la cote donna lieu à un débat parlementaire à la Chambre des députés le 3 février 1912 (1).

M. Damour avait déposé sur le bureau de la Chambre une proposition de loi ainsi conçue : « La Chambre invite le gouvernement à refuser l'admission de valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris, lorsque cette admission peut compromettre la défense des intérêts français à l'étranger. » En développant sa proposition de loi, il demanda que la cote officielle fût refusée aux obligations du Crédit foncier cubain tant que les indemnités dues par le gouvernement cubain aux citoyens français, victimes de la révolution cubaine de 1895, n'auraient pas été payées.

M. Raymond Poincaré, président du Conseil et

(1) *J. off.*, Chambre. Débats, 1912. p. 175.

ministre des affaires étrangères, fit, dans ces circonstances, la déclaration suivante : « Quand une demande d'admission à la cote est adressée au gouvernement, celui-ci l'examine : il apprécie les intérêts financiers et les intérêts politiques français et il statue. Dans l'espèce, il a refusé.

« Le gouvernement n'a point attendu la courtoise invitation de M. Damour pour décider que, dans toute demande d'admission, l'intérêt français devait primer l'intérêt financier ; et il a été unanime à estimer qu'en présence de chaque demande d'admission à la cote le ministre des finances devait avant tout se mettre d'accord avec le ministre des affaires étrangères ; en cas de dissentiment possible sur l'opportunité d'un emprunt, le Conseil des ministres aurait à se prononcer et à départager les deux ministres compétents. »

Observons, en terminant, que ce n'est pas seulement en France que se discute la valeur du procédé de l'admission à la cote. Au Reichstag de l'Empire allemand, le problème a été soulevé le 11 février 1911 dans les circonstances suivantes (1).

Deux banques berlinoises avaient essayé d'introduire sur le marché de Berlin des actions du chemin

(1) *Le Temps*, 13 février 1911.

de fer Chicago-Milwaukee. Les agrariens s'émurent et les conservateurs interpellèrent le gouvernement sur l'efficacité des moyens dont il dispose pour refuser aux valeurs étrangères l'accès du marché national.

Le secrétaire d'Etat à l'Intérieur, M. Delbruck, déclara qu'il n'y a pas moyen d'empêcher les banques ou les capitalistes de faire des placements à l'étranger. « Cependant, ajouta-t-il, nous pouvons rendre difficile l'entrée des valeurs étrangères en Allemagne. Le bureau d'admission en Bourse est un organe de la Bourse, mais la Bourse est placée sous le contrôle de l'Etat. Nous pouvons faire parvenir à ce bureau des avertissements et des conseils. Le paragraphe 36 de la loi des Bourses interdit toute émission contraire à l'intérêt public. Le gouvernement n'est donc pas sans armes. »

Mais le secrétaire d'Etat considérait que le placement des capitaux allemands à l'étranger n'est pas sans avantages et il faisait ressortir, notamment, que les valeurs étrangères faciliteraient, au jour d'une déclaration de guerre, ce qu'il appelait la mobilisation des finances.

## CHAPITRE III

### GARANTIES DES CRÉANCIERS DE SOCIÉTÉS OU D'ÉTATS ÉTRANGERS

L'admission à la cote est une garantie pour les intérêts généraux du pays, et, dans une certaine mesure, pour les particuliers.

Le gouvernement agirait prudemment en ne donnant un avis favorable à l'admission qu'après avoir pris connaissance des conditions du contrat d'emprunt et qu'après avoir demandé à l'Etat emprunteur, s'il y a lieu, des modifications à ce contrat. Mais, nous l'avons vu, le droit de veto est pour le gouvernement très délicat à exercer.

Aussi la protection des créanciers doit être assurée par d'autres moyens complémentaires. Le contrat peut d'ailleurs être inexécuté. Quels procédés pourront alors être employés pour la défense des porteurs de titres ?

*Lorsqu'il s'agit de titres émis par des sociétés étrangères, les porteurs ont comme ressources les moyens de droit commun*

Les obligataires eux-mêmes sont loin d'être dépourvus de moyens de défense. La loi française n'a cependant pas encore organisé une représentation collective des obligataires. Le projet de loi déposé à la Chambre des députés le 4 juillet 1903 et le 18 juin 1906 organise des assemblées d'obligataires prenant des décisions à la majorité. Le système de ce projet se rapproche beaucoup de celui de la loi allemande du 4 décembre 1899 (1). En Autriche, la représentation collective des obligataires est organisée par les lois du 24 avril 1874 et du 5 décembre 1877.

En France, les obligataires en sont encore réduits à organiser conventionnellement leur représentation. Parfois ils désignent un mandataire, parfois ils s'associent pour la défense de leurs intérêts communs.

Quelle est la nature de ce groupement ?

« Au moment de la souscription, dit M. Thaller (2), les obligataires, loin de faire des opérations de prêt isolées les unes des autres, se trouvent au contraire unis par une façon de lien spécial en tant que subordonnant à un concert réciproque leurs

(1) *Bulletin de la Société de législation comparée*, 1901, p. 12 et suiv. ; 241 et suiv. ; 288 et suiv. ; 307 et suiv. *Etude sur les droits communs des porteurs d'obligations en Allemagne, en Grande-Bretagne, en Belgique, en France*.

(2) *Annales de droit commercial*, 1894, p. 49.

intérêts de prêteurs. De telle sorte qu'ils forment entre eux une véritable société en regard de celle qui a eu recours à l'emprunt. Cette société, que rien ne révèle, existe au fond des intentions et se continue pendant le temps à parcourir jusqu'au remboursement des dernières obligations. »

Suivant MM. Lyon-Caen et Renault (1), ce groupement des obligataires n'est pas une société puisque le but de ceux-ci n'est pas de réaliser des bénéfices. Nous pensons avec ces auteurs qu'il y a là une association dans le sens de la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901.

Par cela seul que les formalités exigées pour qu'elle constitue une association déclarée sont remplies, elle jouit de la personnalité civile qui lui permet d'ester en justice.

*Lorsqu'il s'agit de titres d'emprunts d'Etats étrangers*, la protection de porteurs est plus difficile à organiser à cause de la personnalité de l'emprunteur.

Nous allons examiner à ce sujet :

- 1° L'incompétence des tribunaux ;
- 2° L'action politique ;
- 3° L'initiative privée, qui, différente en cela de l'action politique, peut concourir à organiser la pro-

(1) *Traité de droit commercial*, t. II, p. 510.

tection non seulement des porteurs de titres d'Etats étrangers, mais encore des porteurs de titres de sociétés étrangères.

## SECTION I

### Incompétence des tribunaux.

La question de la compétence ou de l'incompétence des tribunaux relativement aux emprunts d'Etats se trouve liée à la question de la nature juridique de ces derniers. L'emprunt d'Etat est-il un contrat régi par les règles du droit commun ? Est-il, au contraire, une convention *sui generis*, soustraite, en raison de son caractère international, à l'application de ce droit commun ?

Certains auteurs (1) ont prétendu que l'Etat ne peut s'engager par contrat vis-à-vis des particuliers d'un Etat étranger ; sa souveraineté s'y opposerait. En souscrivant à l'emprunt, les prêteurs étrangers ne forment pas de contrat : ils acceptent la loi de leur débiteur tout puissant. L'Etat emprunteur ne saurait par suite être actionné devant les tribunaux étrangers. L'emprunt n'est, en somme, qu'un acte de confiance et il n'y a, pour l'Etat, qu'une dette d'honneur qu'il doit acquitter s'il ne veut pas voir

(1) Politis, *Les emprunts d'Etat en droit international*.

son crédit s'anéantir. « En violant son contrat, écrit M. Politis (1), l'Etat encourt la réprobation publique universelle, porte atteinte à son honneur et rend sombre une page de son histoire. Le crédit disparaît, non seulement pour lui, mais même pour les établissements présents ou futurs existant dans le pays. La situation économique de cet Etat est tellement compromise par sa banqueroute financière que l'industrie, le commerce et l'agriculture se trouvent immédiatement atteints ; aussi les capitaux iront chercher ailleurs un placement sûr et fructueux et laisseront ce pays dans la déroute, privé des nouveaux progrès de la civilisation. »

Suivant une autre conception, l'emprunt d'Etat serait un contrat de droit commun pour lequel l'Etat abdique sa souveraineté (2). L'Etat peut faire abstraction de sa souveraineté pour traiter comme un simple particulier. C'est ce qui arrive dans toutes les hypothèses de rapport contractuel. « L'emprunt, écrit M. Lewandowski, n'est pas un acte politique que l'Etat fait dans l'exercice de son droit souverain, puisqu'il s'agit dans l'espèce de prêteurs étrangers qui ne relèvent pas de sa souveraineté. L'emprunt

(1) Politis, *Les emprunts d'Etats en droit international*, p. 281.

(2) Lewandowski, *De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers ou les sociétés*. Thèse Lyon, 1896, p. 27 et suiv.

est, par rapport à eux, un acte privé, émanant d'un gouvernement agissant comme simple particulier en vue d'intérêts matériels. L'Etat est censé renoncer tacitement à son caractère par le fait qu'il descend dans l'arène des intérêts privés et il se soumet implicitement au droit commun des contrats. » « Cette faculté est d'autant plus naturelle, ajoute le même auteur, que l'Etat moderne tend à se charger d'une série de fonctions réservées jusqu'ici à l'initiative des particuliers, comme cela arrive dans le domaine des transports, des mines et d'autres industries. Ces fonctions impliquent un dédoublement de la personnalité de l'Etat en ce sens qu'il exerce des attributs privés et n'est plus dans son rôle de pouvoir public.

A notre point de vue lorsqu'un Etat emprunte, il se forme bien un contrat entre le prêteur, le souscripteur à l'emprunt, et l'Etat emprunteur. Mais ce contrat n'est pas, comme le soutient M. Lewandowski, un contrat de droit commun ; c'est un contrat d'une nature spéciale ; c'est un contrat qui ne peut être soumis à aucune obligation de la part de l'Etat emprunteur, à aucune sanction ; et cela en vertu du principe même de la souveraineté de l'Etat.

C'est d'ailleurs cette théorie que les tribunaux ont toujours consacrée en se déclarant incompétents à l'égard des Etats étrangers. La jurisprudence a

été fixée à cet égard par un arrêt de la Cour de cassation du 24 janvier 1849 (1). Cet arrêt s'appuyait sur les arguments suivants. Il résulte du principe de l'indépendance réciproque des Etats qu'un Etat ne peut pas être soumis à la juridiction qui appartient à tout gouvernement pour juger les difficultés qui naissent de ses actes. En outre, l'article 14 du Code civil se rélère seulement aux obligations contractées par les particuliers. Enfin, quelle que soit la personne avec laquelle un Etat s'engage par contrat, cette personne se soumet aux lois, aux formes de comptabilité et à la juridiction judiciaire ou administrative de l'Etat.

Cette doctrine a encore été consacrée : en 1857 lors du procès intenté au gouvernement d'Haïti par un créancier de cette République ; en 1875, lors du procès intenté par les créanciers du Honduras contre ses agents diplomatiques à Paris chargés de l'émission des emprunts du chemin de fer interocéanique (2).

D'ailleurs, alors même que l'on soumettrait les Etats étrangers à la compétence des tribunaux français en ce qui concerne les emprunts, les intérêts des porteurs de titres n'en seraient pas pour

(1) D. 49.1.7.

(2) Voir les décisions citées par le *journal Clunet*, 1881, p. 82 ; 1878, p. 386 ; 1881, p. 175 ; 1885, p. 654 ; 1889, p. 543 ; 1888, p. 289.

cela sérieusement garantis. Car on se heurtera toujours à l'impossibilité d'une sanction efficace.

Bluntschli (1) observe avec raison qu'on ne peut intenter d'action civile contre un Etat étranger, même en matière d'affaires privées, parce que les voies d'exécution, indispensables pour faire respecter l'arrêt du juge, blesseraient indirectement l'inviolabilité, l'indépendance et la majesté du souverain étranger.

En outre, les tribunaux s'exposeraient à voir leur autorité méconnue à l'étranger. En effet qu'arriverait-il ? Le jugement du tribunal français sera revêtu d'une formule exécutoire, laquelle mettra les pouvoirs publics en demeure d'assurer son exécution. Mais les pouvoirs publics auraient mille difficultés pour obtenir l'exequatur de l'Etat contre lequel la décision aurait été prononcée. Cet Etat contestera le bien fondé du jugement et se refusera à l'exécuter.

En définitive, la sanction du contrat d'emprunt sera purement morale et dépendra de la bonne volonté de l'Etat emprunteur ; il n'y a aucun recours possible par voie judiciaire.

Le recours par voie diplomatique est-il possible ? Ce point va faire l'objet de l'étude de la section suivante.

(1) *Droit international codifié*, § 129.

## SECTION II

**Action politique.**

Deux procédés paraissent possibles pour la solution pacifique des conflits financiers internationaux :

1° L'intervention diplomatique ; solution qu'ont adoptée un certain nombre de puissances européennes dans plusieurs cas que nous rappellerons.

2° L'arbitrage ; solution toute théorique, jusqu'à présent tout au moins, car l'arbitrage n'a pas encore eu d'application pratique en matière financière.

## I. — L'INTERVENTION DIPLOMATIQUE.

Lorsque les porteurs de titres ne peuvent par eux-mêmes obtenir satisfaction de l'Etat emprunteur, ils s'adressent à leur gouvernement.

La légitimité de l'intervention du gouvernement est difficile à établir : « Confier ses capitaux à des gouvernements étrangers, disait lord Palmerston en 1848, c'est faire acte de spéculation ; le risque qui se joint à toutes les opérations de ce genre est également inséparable des souscriptions aux emprunts d'Etats ; les créanciers ne devraient jamais perdre de vue l'éventualité de la banqueroute et ne doivent s'en prendre qu'à eux-mêmes s'ils perdent leur argent. »

On ne peut cependant nier que la bonne foi des porteurs peut être surprise, que leurs moyens de documentation sont souvent restreints et, surtout, qu'ils sont impuissants à faire valoir eux-mêmes leurs droits vis-à-vis de l'Etat étranger.

Si l'intervention n'est pas, pour l'Etat dont dépendent ces porteurs, un devoir, il est au moins un droit.

En fait les principales interventions de ce genre ont donné d'heureux résultats. Ce sont :

1° L'intervention diplomatique auprès du gouvernement égyptien ;

2° L'intervention diplomatique auprès du gouvernement turc ;

3° L'intervention diplomatique auprès du gouvernement tunisien.

*1° L'intervention diplomatique auprès du  
gouvernement égyptien.*

En 1875, le Khédive était entré si avant dans la voie facile des emprunts que l'Egypte avait dû suspendre ses paiements. Par décision khédiviale du 7 mai, la dette fut unifiée. En même temps une Caisse de la dette publique, administrée par des commissaires européens, était instituée. Mais le gouvernement égyptien ne montra pas toute la bonne volonté désirable. Les puissances nommèrent alors

une Commission internationale d'enquête et la loi de liquidation fut promulguée le 17 juillet 1880. Cette loi régla tous les intérêts financiers de l'Égypte par rapport aux droits des créanciers étrangers ; elle régla en outre les institutions internationales chargées de la défense des intérêts des prêteurs et du service de la Dette. Les créanciers eurent une action devant les tribunaux mixtes institués en 1875 ; ils purent l'exercer par l'intermédiaire des commissaires de la Dette.

La Commission de la Dette publique est composée des représentants des Etats signataires de la Convention de 1880, auxquels il faut ajouter depuis 1885, ceux de l'Allemagne et de la Russie. Les fonctions de cette commission sont ainsi précisées par M. Politis :

« La commission est l'organe principal de la situation financière de l'Égypte et indépendant des deux parties intéressées, des créanciers et du débiteur, dont elle est le représentant juridique.

« Comme on l'a fait très bien remarquer, elle est dans une situation analogue à celle du syndic de la faillite, en défendant et conciliant les intérêts opposés des deux parties en cause et en leur servant d'intermédiaire dans leurs rapports réciproques.

« Elle représente les créanciers dans les actions qu'ils intentent par son intermédiaire. Elle a l'admi-

nistration de la dette publique. Elle participe à l'administration générale des finances égyptiennes et y exerce un contrôle. Son autorisation est nécessaire au gouvernement pour plusieurs actes : l'émission d'un nouvel emprunt ; la modification ou la diminution des garanties données en gage pour le service de la dette ; la réception par le ministre des finances d'avances au-delà d'un million de livres égyptiennes. Elle doit encaisser l'excédent existant des sommes non engagées ainsi que les fonds de réserve. »

2° *L'intervention diplomatique auprès du gouvernement turc.*

C'est aussi grâce à l'intervention diplomatique que la Turquie a pu relever son crédit, malgré l'effondrement de ses finances en 1881. Une commission, composée de cinq délégués des porteurs de titres de la Dette, des porteurs anglais, français, austro-hongrois, allemands, italiens et de cinq représentants du gouvernement ottoman, régla définitivement la banqueroute ottomane (1). Depuis lors, la Turquie a réalisé des emprunts à des taux très modérés, et elle est parvenue à ce résultat en déléguant, pour chaque emprunt direct ou pour toute garantie d'intérêts relative aux constructions de chemins de fer,

(1) Berger, *Congrès international des valeurs mobilières*, t. 4, juin 1900.

une fraction importante de son revenu, douanes, tabacs, dîmes des provinces, etc.... Ces revenus sont encaissés par le Conseil de la Dette qui constitue un organe de représentation officielle et permanente des créanciers étrangers.

*3° L'intervention diplomatique auprès du  
gouvernement tunisien.*

En 1867, la Tunisie suspendit ses paiements par suite de nombreux emprunts que le gouvernement de la Régence avait émis à l'extérieur depuis 1863 ; par suite également d'une dette intérieure de 40 millions. En 1869, à l'instigation de la France, les puissances préparèrent un projet de contrôle international. Une commission financière, sous la présidence d'un ministre tunisien et la vice-présidence d'un inspecteur des finances français, prit toutes les mesures nécessaires pour la liquidation de la dette, liquidation qui fut sanctionnée par un arrangement du 23 mars 1870. En 1881, la France procéda à une nouvelle intervention, d'ordre exclusivement contractuel, pour accélérer l'amortissement de la dette en vue de dissoudre la commission internationale.

## II. — L'ARBITRAGE (1).

Le grand promoteur de l'idée d'arbitrage en cette matière a été M. Garié. Au Congrès international de la Paix tenu à Berne en 1892, il proposa de régler par voie d'arbitrage les différends entre les Etats débiteurs et leurs créanciers. L'arbitrage devrait être, dit-il, une institution permanente et prévue d'avance par clause compromissoire introduite dans le contrat d'emprunt.

La mise en vigueur de la décision arbitrale serait sans doute pacifique, mais M. Garié voyait néanmoins la nécessité de donner une arme coercitive aux arbitres pour faire respecter leur sentence. La sanction serait donc la suivante : L'Etat qui résisterait à la sentence verrait ses valeurs rayées de la cote de la Bourse, les traités de commerce suspendus contre lui ; ce serait en définitive pour lui la fermeture du marché et l'isolement économique, une sorte de mise en quarantaine, un véritable interdit international. Peu de gouvernements oseraient affronter ces conséquences par le refus de se soumettre à la sentence arbitrale.

L'arbitrage pourrait recevoir application non seu-

(1) Lewandowski, *loc. cit.*, p. 65 et suiv. ; Politis, *Emprunts d'Etats*, p. 170 ; Ferdinand Dreyfus, *L'arbitrage international* ; Guillaume, *loc. cit.*, p. 268.

lement en cas de suspension du paiement des intérêts par un Etat, mais encore en cas de suspension du service d'amortissement, et, d'une manière générale, lorsque cet Etat transformerait les conditions de l'emprunt, soit au point de vue du taux des intérêts, soit au point de vue des garanties.

Le mouvement en faveur de l'arbitrage est encore trop récent pour que l'on puisse prévoir avec certitude son résultat.

### SECTION III

#### **L'initiative privée.**

C'est surtout l'initiative privée qui peut assurer une protection efficace des porteurs de titres.

Depuis un certain nombre d'années des groupements se sont formés dans ce but. Indépendants du gouvernement, mais en communication avec lui, ils lui demandent de transmettre leurs plaintes par voie diplomatique ; parfois ils réclament une intervention ; ils possèdent des capitaux et rassemblent des documents sur les valeurs étrangères.

Le rôle de ces groupements doit être double. Il ne doit pas leur suffire d'agir lorsque le débiteur a déjà mis en péril les capitaux qui lui ont été confiés ; leur action doit aussi être préventive et il leur incombe de mettre, par la multiplicité et la précision de leurs

informations, les épargnistes en garde contre les risques des valeurs. C'est par là surtout qu'ils peuvent être de puissants organes de défense.

Faire l'éducation financière du public, l'éclairer, c'est encore le meilleur moyen de le protéger.

« Ces associations, dit M. Cauwès (1), peuvent rendre de grands services. Elles en ont rendu dans le passé ; la plus ancienne, la société anglaise, a, par ses démarches en 1880, provoqué l'intervention à la suite de laquelle la dette égyptienne a été unifiée. On peut même se demander si ces sociétés ne pourraient pas, dans l'avenir, assumer un autre rôle ; si, après s'être tenues jusqu'ici dans le rôle de « chiens de Terre-Neuve » — pardonnez-moi cette expression —, elles n'auraient pas la possibilité d'organiser la protection préventive par un service d'informations que je me représente comme devant avoir un caractère purement documentaire. »

Renseigner le public sur l'emploi de son épargne, sur la qualité des valeurs qui lui sont proposées, telle nous semble être la fonction essentielle de ces associations.

La presse financière est pour le public un élément d'information bien insuffisant et bien douteux. Qu'on se rappelle les vigoureuses observations de

(1) Compte-rendu de la séance du 13 juin 1900 de la Société d'Economie politique nationale.

Lysis dans la *Revue* du 1<sup>er</sup> novembre 1903. « La presse se trouve presque tout entière inféodée aux monopoles financiers. Les grandes émissions donnent lieu à une abondante distribution de subventions, de mensualités, d'insertions payées, à laquelle la presque unanimité des journaux participent. Les bulletins financiers des journaux politiques sont le plus souvent affermés. D'une manière générale et à peu près absolue, la presse financière est une presse de publicité ; ce n'est pas une presse d'opinion. Son vice fondamental est qu'elle reçoit sa rémunération de la finance, non du public. »

Ces remarques contiennent une grande part de vérité. Ce qui manque au public, à l'épargne, c'est un organe d'information émanant du public lui-même.

Cet organe existe et se trouve, dans plusieurs pays, en voie de développement. Nous allons étudier ces associations :

- 1° En Angleterre ;
- 2° En Belgique ;
- 3° En France.

#### I. — ANGLETERRE.

C'est l'Angleterre qui a donné l'exemple. La Corporation of Foreign Bondholders (1) fut fondée en

(1) Guillaume, *loc. cit.*, p. 187 ; *Annuaire de législation étrangère*,

1868 sur l'initiative d'un certain nombre de capitalistes. Elle fut reconstituée par l'Act du 25 juillet 1898.

Aux termes de l'article 4 de cet Act, l'objet de la Corporation est :

1° De veiller sur les droits et intérêts, et de protéger les porteurs de fonds publics de toute provenance, mais tout particulièrement ceux d'origine étrangère ou coloniale émis dans le Royaume-Uni ;

2° De réunir et conserver les documents de tout genre relatifs aux valeurs mobilières et de les porter à la connaissance du public ;

3° D'adopter toutes mesures pour la défense des intérêts des porteurs de valeurs mobilières, soit dans une faillite, soit lors de la violation des conditions d'émission ;

4° D'essayer d'obtenir la reprise des paiements de toute valeur en faillite ;

5° D'entreprendre ou de surveiller les conversions et les échanges de valeurs faits à la suite d'un arrangement ;

6° D'entreprendre ou de surveiller l'emploi des revenus et fonds attribués au service de tel fonds public, et, pour cela, de tirer, accepter, endosser ou

1876, p. 13 et 1877, p. 8 ; Guichard, *De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*.

négociier des lettres de change et autres instruments de crédit ;

7° De réunir des assemblées de porteurs pour convenir avec eux des mesures à prendre ;

8° D'appointer des représentants en tous pays où il sera nécessaire ;

9° D'une façon générale, d'agir au nom et dans l'intérêt des porteurs de valeurs qui auront confié leurs intérêts à la Corporation ;

10° D'assister toutes entreprises et de proposer toutes mesures favorables au maintien du crédit public et aux intérêts des propriétaires mobiliers et de s'opposer à toutes mesures qui leur seraient préjudiciables.

D'une manière générale, la Corporation of Foreign Bondholders est une association de personnalités financières poursuivant un but général, munie de capitaux propres, de moyens d'action puissants, en communication constante avec les pouvoirs publics et apte, en conséquence, à intervenir, utilement pour la défense des intérêts généraux des porteurs de titres étrangers. La Corporation ne partage pas les profits ; ceux-ci sont uniquement employés à l'accomplissement des fonctions qu'elle a assumées.

Un Conseil (*Council*) contrôle et dirige les affaires de la Corporation. Il est composé de vingt-et-un membres, nombre pouvant être porté à un maxi-

mum de trente. Il est renouvelable chaque année par tiers, les sept membres les plus anciens devant se retirer. Les élections annuelles se font de la façon suivante : deux membres sont nommés par la Central association of Bankers, de Londres, deux par la Chambre de commerce, trois par le Conseil.

Le Conseil agit, soit de sa propre initiative, soit par l'intermédiaire de comités spéciaux affiliés à l'association, en cas de suspension des paiements par un Etat étranger ou dans toute circonstance où les droits des porteurs de titres sont atteints ou menacés.

Les résultats de l'institution ont été excellents. La Corporation s'est mise en rapport en plusieurs circonstances avec des gouvernements étrangers et a obtenu des règlements qui représentent une somme totale de plus d'un milliard de livres.

## II. — BELGIQUE.

L'Association pour la défense des détenteurs de fonds publics d'Anvers (1) est une fédération de comités particuliers. Elle comprend aussi des comités de porteurs de titres de sociétés. Chaque comité conserve son autonomie, mais l'association se centralise de plus en plus par suite de la présence des mêmes personnes dans un certain nombre de comi-

(1) Guillaume, *loc. cit.*, p. 201 et suiv. ; Guichard, *loc. cit.*

tés. Suivant les statuts, les membres de l'association doivent rester désintéressés ; ils ne peuvent partager les bénéfices, ni prétendre à aucun droit dans le fonds de réserve.

### III. — FRANCE.

En France, les porteurs de titres ont depuis quelque temps organisé leur défense et l'on peut dire que le besoin d'information financière sérieuse est chez nous de plus en plus ressenti.

L'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères (1) fut fondée le 24 décembre 1898, sur l'initiative de M. Cochery, ministre des finances. M. Cochery avait, lors de la préparation de la loi du 13 avril 1898 réorganisant le marché financier, demandé à la Chambre syndicale des agents de change, en compensation de la disposition qui allait renforcer leur privilège, de constituer cette association de défense.

Cette association se distingue de la Corporation anglaise en ce que ses statuts lui interdisent toute opération financière ou de bourse. Son but essentiel et unique est la défense des capitaux français engagés à l'étranger. En outre, tandis que la Corporation anglaise ne s'occupe guère que des fonds d'Etats,

(1) Guillaume, *loc. cit.*, p. 191 ; Guichard, *loc. cit.* ; Labrousse, *Revue politique et parlementaire*, 1896, t. IV, p. 132.

L'Association nationale défend les intérêts des porteurs de toutes les valeurs étrangères.

L'Association nationale entretient à l'étranger des correspondants ; elle publie des bulletins ; elle convoque des assemblées de porteurs pour discuter sur les moyens de défense de leurs intérêts communs ; elle prend toutes les mesures propres à assurer la défense de ces intérêts.

L'Association est administrée, sous l'inspiration d'un Conseil général, par un Comité de direction. Le Conseil général est nommé par les membres de l'Association et pris parmi eux. Il a pour mission de veiller à l'exécution des statuts. Le Comité de direction autorise et règle les dépenses ; il est le représentant de l'Association vis-à-vis des pouvoirs publics et des tiers ; il organise les comités de porteurs et convoque leurs assemblées ; il assure le fonctionnement administratif de l'institution.

L'Association nationale comprend des membres associés au nombre de vingt-cinq et des membres adhérents en nombre illimité. Les ressources pécuniaires proviennent des cotisations des membres associés (4.000 francs par an) ; des versements des membres adhérents ; des subventions qui peuvent être accordées dans les termes de la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 (art. 6) ; des dons et legs.

Les procédés d'action de l'Association sont sensi-

blement les mêmes que ceux de la Corporation anglaise. Le comité se met en rapport avec les représentants du pays débiteur et appuie les démarches des agents diplomatiques. Relativement aux valeurs émises par des sociétés, l'Association peut avoir à plaider devant les tribunaux français ou étrangers. Quand il s'agit d'obligations, elle forme une société civile d'obligataires qui représente les intérêts des créanciers contre la société débitrice. L'Association est intervenue dans de nombreuses affaires dont la plus intéressante est celle du gaz de Madrid (1).

Mais il faut aller plus loin dans l'organisation de la défense de l'épargne nationale; il faut en organiser la protection préventive. Il serait à souhaiter que nous ayons un organe centralisant toutes les introductions et émissions de valeurs. Cette institution serait utile à tous les détenteurs de valeurs mobilières, spécialement aux détenteurs de valeurs non cotées.

En Angleterre, il existe une institution de ce genre qui s'appelle le Somerset-House. Son siège est à Londres (2). Là, moyennant le paiement d'un droit modique, on recoit, pour toute société, communication d'un dossier contenant un exemplaire *in ex-*

(1) Guillaume, *loc. cit.*, p. 314 et suiv.

(2) Guilnard, *Le marché libre de la Bourse de Paris*, 1912, p. 443.

*tenso* des statuts de la société, les changements survenus dans le personnel administratif ainsi que les modifications aux statuts, la liste des actionnaires, les bilans, les comptes de profits et pertes. Il y a possibilité pour tout le monde de prendre connaissance de tous les éléments d'information soumis à la publicité.

Un office semblable pourrait et devrait être organisé en France. L'Office central des sociétés serait un organisme de renseignements pratiques, centralisant les renseignements et les communiquant au public.

Suivant M. Nouel (1), il devrait y avoir une sorte de main-mise du parquet de la Seine sur cet institut dans le but d'assurer un contrôle sur les sociétés. Il serait tenu de véritables dossiers sur le personnel des sociétés et sur les banquiers émetteurs. Deux magistrats, affectés à l'Office central des sociétés, renseigneraient les parquets lorsque ceux-ci seraient saisis de plaintes et attireraient d'office l'attention du parquet de la Seine lorsqu'il s'agirait de faits graves. « Grâce à cette organisation, écrit M. Nouel, les délits ne resteraient pas impunis pendant des années et, d'un autre côté, les financiers sérieux seraient moins inquiétés, l'examen de leur dossier

(1) Nouel, *La réforme des sociétés par actions*, p. 290 et suiv.

constituant la meilleure garantie contre toute surprise. »

Nous pensons, avec M. Guilmard (1), que cette conception d'un Office central des sociétés devenant l'auxiliaire direct de la justice, dépasserait le but poursuivi. « Il ne s'agit en définitive, écrit M. Guilmard, que de créer un organisme de renseignements pratiques. Il suffirait, dès lors, que tout le monde, les capitalistes comme aussi les magistrats saisis de plaintes, pût se documenter utilement et surtout rapidement. Et quant à la répression des délits que commettent les escrocs financiers, il ne faut pas perdre de vue que la pénalité n'a jamais empêché les criminels d'exister et, qu'en matière de constitution de sociétés et d'émission de titres, la grande publicité, appuyée, si l'on veut, de sanctions sur la responsabilité des fondateurs et des émetteurs, suffirait amplement à permettre aux capitalistes de se défendre contre les entreprises véreuses. Il est actuellement impossible au public de se renseigner sur quantité d'affaires qui lui sont offertes ; il en serait tout autrement le jour où il existerait un Office central des sociétés ; l'éducation du capitaliste serait enfin possible et ce serait un immense progrès sur les faits actuels. »

(1) Guilmard, *loc. cit.*, p. 146.

Cet Office central ne devrait pas, sous peine de bureaucratisation, être inféodé au ministère des finances ; il suffirait qu'il fût, dans une certaine mesure, sous la surveillance de ce dernier.

Les banquiers ont résolu partiellement le problème de l'éducation du public ; ils jouent un rôle de conseillers de plus en plus important et il est à souhaiter qu'ils le remplissent de mieux en mieux et de plus en plus largement. Mais ce service demande à être complété par la création de l'Office central des sociétés permettant au public d'étudier le dossier technique d'une société et de demander copie des principaux documents, sans aucun conseil de la part des directeurs de l'Office. Il ne s'agit plus de demander une consultation à des spécialistes, mais bien d'assurer une documentation personnelle et objective.

## CONCLUSION

---

Dans tous les grands Etats modernes, il existe un organe chargé de procéder à une classification plus ou moins officielle des valeurs mobilières (1).

Mais l'attitude des Etats à l'égard des valeurs mobilières étrangères est assez diverse. Certains gouvernements ont établi une réglementation pour protéger l'épargne contre les placements à l'étranger (Allemagne, Autriche). D'autres laissent le marché des valeurs fonctionner sans aucun contrôle gouvernemental (Angleterre, Belgique). Mais, même dans ces derniers, il existe un organisme, investi d'un monopole de fait ou de droit, qui est chargé de filtrer, pour ainsi dire, les valeurs.

Le système de la réglementation des Bourses existe en Allemagne et en Autriche.

En Allemagne, la loi du 22 juin 1896a réglé avec minutie le fonctionnement des Bourses. Chaque

(1) Congrès international des valeurs mobilières, 1900 : Rapport sur l'organisation des divers marchés financiers ; Guillaume, *loc. cit.*, p. 163 et suiv. ; Lévy, *Les marchés financiers français et étrangers*, dans la *Revue politique et parlementaire*, 1891, t. 2, p. 82 et suiv.

Etat de la Confédération germanique a le droit d'autoriser la création d'une Bourse ou d'en ordonner la fermeture. Il peut, à cet égard, déléguer ses pouvoirs à une chambre de commerce. Un fonctionnaire a pour mission de surveiller l'application des lois, règlements et instructions gouvernementales relatifs aux Bourses. Des courtiers assermentés, nommés et révoqués par le gouvernement, opèrent les négociations de valeurs. Mais ils ne jouissent pas d'un monopole semblable à celui de nos agents de change.

En Autriche, la création d'une bourse doit être autorisée par le ministre des finances. Un commissaire spécial y exerce aussi la surveillance.

En Espagne, les agents de change n'ont pas de monopole ; mais certains privilèges sont attachés aux négociations faites par leur intermédiaire.

Nous allons étudier plus spécialement ce qui concerne l'admission des valeurs à la cote.

Le titre III de la loi allemande des bourses du 22 juin 1896 régleme les conditions d'admission des valeurs à la cote. Une commission est chargée d'examiner les demandes ; elle doit être composée pour moitié de personnes non inscrites sur le registre de la Bourse comme faisant des affaires sur titres. Les membres qui sont intéressés à l'introduction du titre sur le marché sont exclus de la délibé-

ration et de la décision relatives à l'admission. La commission a pour rôle :

1° D'exiger la présentation des documents devant servir de base aux titres à émettre et d'examiner ces documents ;

2° De faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes les conditions de fait et de droit nécessaires à l'appréciation des titres à émettre ;

3° De ne pas autoriser l'émission en cas d'insuffisance de renseignements ou lorsque cette émission est de nature à porter préjudice à des intérêts généraux importants.

La demande d'admission des valeurs étrangères doit être accompagnée d'un prospectus très détaillé. En outre, leur admission est assujettie à la condition que les émetteurs s'engagent, pour une durée de cinq ans, à publier annuellement le bilan des sociétés pour les titres desquels l'admission est sollicitée.

En Autriche, le marché des valeurs mobilières est également réglementé. Les formalités d'admission à la Bourse de Vienne sont les suivantes : la remise d'une demande d'admission en double exemplaire, l'un pour la Chambre de la Bourse, l'autre pour le ministre des finances. Ces demandes doivent être accompagnées d'un dossier composé de pièces contenant tous renseignements utiles sur les valeurs qui demandent l'admission.

De même en Espagne, les fonds publics étrangers ne peuvent être admis sans une autorisation du gouvernement. Quant aux valeurs émises par des sociétés étrangères, elles doivent être accompagnées d'un certain nombre de pièces justificatives, notamment de la preuve de leur régularité dans leur pays d'origine.

En Angleterre, l'admission à la cote est à l'entière discrétion du Stock-Exchange. Le London Stock-Exchange est une corporation privée, indépendante, jouissant d'un privilège de fait exclusif. C'est une société par actions à capital fixe, où nul ne peut être admis s'il ne remplit certaines conditions. Le nombre des agents (*brokers*) n'est pas limité ; ceux-ci sont environ 3.000 aujourd'hui. Cette société s'est soumise à des règlements spéciaux qui constituent les garanties de l'admission d'une valeur à la cote.

Le fonctionnement du Stock-Exchange est surveillé par un comité composé de trente membres élus parmi les membres de la Compagnie. C'est le *Comitee for general purposes*. C'est à ce comité que doivent être adressées les demandes d'admission à la cote ; elles doivent être contresignées par un broker et accompagnées des pièces suivantes : prospectus, statuts de la société, copie des bilans des années précédentes, copie des lois qui ont autorisé l'émission lorsqu'il s'agit d'un fonds d'Etat. Les valeurs étran-

gères, titres de sociétés ou fonds d'Etat, sont admises sur la seule preuve qu'elles ont déjà été cotées dans leur pays d'origine.

Ces règles n'ont aucun caractère législatif. Les brokers se les sont librement imposées. Mais la confiance qu'elles inspirent au public les rendent intangibles.

C'est ce qui est apparu en 1875, lors de l'enquête ordonnée par la Chambre des communes pour rechercher les moyens préventifs propres à prévenir les abus possibles à l'occasion des emprunts d'Etats étrangers. La commission nommée à cet effet examina les emprunts du Honduras 1867-1869-1870 ; de Costa-Rica de 1871 et 1872 ; de Saint-Domingue ; du Paraguay, émis en ces mêmes années. Elle rechercha les causes auxquelles il fallait attribuer la suspension des paiements et la faillite de ces Etats.

Les conclusions de cette commission furent nettement opposées à l'intervention législative. Dans son rapport, cette commission formulait un programme de réformes théoriques dont elle proposait l'examen aux membres du Stock-Exchange lui-même ; mais elle se gardait bien de demander la consécration législative de ces mesures. Elle faisait en ces termes l'éloge des règlements du Stock-Exchange : « Ses lois et règlements ont été établis avec un soin parti-

culier ; ils sont le résultat d'une longue expérience et de l'attention vigilante d'hommes admirablement au courant des besoins et des exigences de la communauté pour laquelle ils ont été édictés. Toute tentative de ramener ce code au droit commun, ou de supprimer les barrières et sauvegardes prescrites en dehors de ce droit commun, nuirait à la conduite honnête et efficace des affaires. »

En Belgique, les demandes d'admission à la cote doivent être adressées à une commission. Cette commission est nommée par le collège des échevins, sur présentation de deux listes, l'une dressée par les agents de change, l'autre par le tribunal de commerce. Les valeurs étrangères sont admises à la cote sur la preuve qu'elles sont cotées dans leur pays d'origine et sur la justification de la régularité des actes qui les concernent. S'il s'agit d'une société, les statuts et le dernier bilan doivent être annexés à la demande. En outre la commission peut exiger la production de toute pièce qu'elle jugerait nécessaire. Ne peuvent être admises à la cote les actions de sociétés dont le capital est inférieur à un million de francs, ni les obligations émises par ces sociétés.

Tous les Etats, on le voit, ont réglementé, d'une manière plus ou moins large ou d'une manière plus ou moins stricte, le marché des valeurs et ont spécialement porté leur attention sur l'introduction des valeurs étrangères.

Le marché français est libéralement ouvert à ces valeurs. Convient-il de modifier l'état de droit existant et de renforcer la réglementation ?

Nous ne le pensons pas. Nous estimons, en effet, que notre réglementation actuelle, complétée d'une part par une entente internationale, d'autre part, par l'action de l'initiative privée, est suffisante pour réaliser la protection de l'épargne nationale. Quelle doit être la portée de cette entente internationale ? Dans quel sens doit être dirigée l'action de l'initiative privée ? Notre réponse sera, en même temps que la déduction logique de l'étude à laquelle nous nous sommes livrés, la conclusion pratique de cet ouvrage.

Il faut, dans le domaine de l'action de l'initiative privée, distinguer le domaine pour ainsi dire répressif et le domaine préventif. A notre point de vue, le véritable champ d'action de l'initiative privée, c'est-à-dire des associations, est le domaine préventif.

Sans doute, au point de vue répressif, l'association peut rendre de grands services, surtout lorsqu'elle se trouve en présence de sociétés étrangères. Elle peut, en effet, se mettre en rapport avec elles et, si besoin est, les poursuivre devant les tribunaux pour défendre les intérêts des porteurs de titres.

Plus difficile cependant est la tâche de l'association lorsque le débiteur est, non plus une société étran-

gère, mais un Etat étranger. Le recours devant les tribunaux est, nous l'avons vu, impossible. L'association n'a guère, alors, d'autre ressource que de s'adresser au gouvernement pour lui demander d'intervenir. Le rôle de l'association sera alors un rôle secondaire, elle ne fera qu'appuyer le gouvernement dans ses négociations avec l'Etat débiteur. L'action de l'association n'aura dans ce cas servi qu'à amener une conversation diplomatique en vue d'arriver à une solution conforme aux intérêts des porteurs de titres. Mais puisque, finalement, le différend n'aura pu être réglé que par un accord intervenu entre deux Etats, dont l'un représente les créanciers de l'autre, ne serait-il pas préférable de codifier en quelque sorte les relations d'Etat à Etat en matière d'emprunts, de créer une législation internationale en cette matière ?

Dans cet ordre d'idées, le Congrès international des valeurs mobilières de 1900 émit, sur la proposition de M. Lacombe, les vœux suivants, qui devraient être les points essentiels d'une convention internationale :

1° Aucune émission d'un emprunt étranger ne sera permise dans les pays qui ont adhéré à la convention et aucune valeur étrangère ne sera admise à la cote dans les Bourses de ces pays, si l'Etat emprunteur n'a pas donné son adhésion aux conditions suivantes :

2° Toute émission sera précédée de la publication d'un prospectus faisant connaître d'une manière précise :

α) Le montant total de l'emprunt à contracter, le lieu et le mode de souscription ;

β) Le taux des intérêts, les places sur lesquelles ils seront payés, les institutions chargées de ces paiements, la monnaie dans laquelle ils seront effectués ;

γ) Le cas échéant, le gage spécial concédé aux souscripteurs et la manière dont ces derniers seront mis en possession effective de ce gage ;

δ) Les modalités de l'amortissement.

3° L'Etat emprunteur s'interdira formellement d'apporter aux conditions indiquées dans le prospectus d'émission aucune modification de nature à préjudicier aux droits des créanciers, à leurs intérêts et aux garanties qui leur sont données. Dans le cas où une modification de cette nature serait impérieusement motivée par des circonstances exceptionnelles, elle ne pourra être réalisée qu'après accord avec les représentants des créanciers (1) ou en vertu d'une décision arbitrale.

4° Toute difficulté relative à l'emprunt qui pourrait naître entre l'Etat emprunteur et les porteurs

(1) Ici l'association des porteurs pourrait jouer un rôle utile.

ou leurs représentants sera soumise à l'arbitrage. Le tribunal arbitral sera composé de membres nommés : un tiers par l'Etat débiteur; un tiers par les créanciers ou leurs représentants; le troisième tiers étant désigné par les arbitres ainsi nommés, avant le commencement des opérations. En cas de désaccord, le choix sera remis à une personnalité étrangère au différend. Les pouvoirs les plus absolus seront conférés aux arbitres, dont la décision, rendue sans formalités, ne donnera lieu à aucun recours et devra être exécutoire complètement et de bonne foi.

5° Aucun emprunt ne sera admis dans les pays contractants de la part de tout Etat qui, à la suite d'un emprunt antérieur, aurait manqué à ses engagements, se serait dérobé à l'arbitrage ou se serait refusé à l'exécution d'une sentence arbitrale.

Il n'est pas douteux que l'adoption par les Etats d'une semblable convention serait de nature à protéger sérieusement les intérêts des créanciers. En cette matière d'emprunts d'Etats étrangers, l'association des porteurs de titres n'est guère à même de mettre un terme aux abus dont les créanciers de ces Etats peuvent être victimes. Il faut que les Etats eux-mêmes se créent une loi et s'y soumettent entièrement. Cette législation internationale, pour être complète, devrait d'ailleurs s'étendre à toutes les valeurs mobilières. Mais si nous la souhaitons sur-

tout en matière de fonds publics, c'est qu'en ce domaine, ainsi que nous l'avons vu plus haut, l'initiative privée nous semble dépourvue contre les Etats emprunteurs de toute arme véritablement efficace.

Le véritable terrain d'action des associations est donc le terrain préventif. Il appartient en effet à ces associations de faire l'éducation des capitalistes ; il leur appartient de les documenter, de leur fournir tous renseignements nécessaires pour que, parmi les nombreuses valeurs qui leur sont offertes, ils soient à même de choisir et de discerner celles qui sont bonnes et celles qui sont mauvaises, celles qui sont sûres et celles qui sont douteuses. L'association doit être un organe d'information méthodique : tel serait le but et le rôle de l'Office central des sociétés. L'admission à la cote par la Chambre syndicale des agents de change n'est pas une garantie de la valeur réelle des titres ; elle protège insuffisamment les intérêts des épargnistes. Leur protection ne sera complètement réalisée que par l'action combinée des agents de change et des associations. Celles-ci opèreront vraiment un filtrage des valeurs en amassant des documents et en les faisant connaître au public.

Telles sont, et la portée de la convention internationale que nous souhaitons de voir se réaliser, et la direction vers laquelle doit s'orienter l'initiative privée.

En résumé, la protection de l'épargne nationale doit être, dans une certaine mesure, l'œuvre de la Chambre syndicale des agents de change, dans une large mesure l'œuvre des épargnistes eux-mêmes ; cette protection devant être complétée, vis-à-vis des porteurs de titres d'Etats étrangers, par une convention internationale. Quant aux intérêts généraux de la nation, intérêt politique, intérêts économiques et fiscaux, ils sont placés sous la sauvegarde du gouvernement qui, pour les défendre, possède un droit de veto absolu. Nous constatons ainsi dans la sphère de l'admission des valeurs à la cote et dans celle, plus générale, de l'introduction des valeurs sur le marché, une division du travail et des fonctions conforme à toute bonne organisation sociale.

Vu :

Le Président de la thèse,  
TRUCHY.

Vu :

Le Doyen,  
CAUWÈS.

Vu et permis d'imprimer :

*Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,*  
*Pour le Vice-Recteur, l'inspecteur de l'Académie,*  
ISTRIA.

---

## TABLE DES MATIÈRES

|                                                                                                                 | Pages |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| BIBLIOGRAPHIE. . . . .                                                                                          | vii   |
| INTRODUCTION . . . . .                                                                                          | 1     |
| <b>CHAPITRE PREMIER</b>                                                                                         |       |
| <b>Historique. . . . .</b>                                                                                      | 11    |
| SECTION I. — Historique de l'admission à la cote des fonds<br>d'Etats étrangers . . . . .                       | 11    |
| SECTION II. — Historique de l'admission à la cote des titres<br>de sociétés étrangères. . . . .                 | 20    |
| SECTION III. — La loi du 30 janvier 1907. . . . .                                                               | 23    |
| <b>CHAPITRE II</b>                                                                                              |       |
| <b>Etat de droit actuel. . . . .</b>                                                                            | 33    |
| SECTION I. — La responsabilité des banquiers en matière<br>d'émission. . . . .                                  | 34    |
| SECTION II. — Le rôle de la Chambre syndicale des agents<br>de change en matière d'admission à la cote. . . . . | 44    |
| 1° La procédure d'admission à la cote officielle des<br>valeurs étrangères. . . . .                             | 45    |
| 2° La responsabilité de la Chambre syndicale des<br>agents de change. . . . .                                   | 49    |
| SECTION III. — Droit du gouvernement en matière d'admis-<br>sion à la cote. . . . .                             | 57    |
| 1° Procédure suivant laquelle s'exerce le droit du gou-<br>vernement . . . . .                                  | 57    |
| 2° Etendue du droit du gouvernement. . . . .                                                                    | 59    |

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| 3° Conséquences du droit du gouvernement . . . . .                       | 62 |
| 4° Certains cas dans lesquels le gouvernement est<br>intervenu . . . . . | 64 |

## CHAPITRE III

**Garanties des créanciers de Sociétés  
ou d'Etats étrangers . . . . .**

|                                                  |     |
|--------------------------------------------------|-----|
| SECTION I. — Incompétence des tribunaux. . . . . | 78  |
| SECTION II. — Action politique. . . . .          | 83  |
| 1° L'intervention diplomatique. . . . .          | 83  |
| 2° L'arbitrage . . . . .                         | 88  |
| SECTION III. — L'initiative privée. . . . .      | 89  |
| 1° Angleterre . . . . .                          | 91  |
| 2° Belgique. . . . .                             | 94  |
| 3° France. . . . .                               | 95  |
| CONCLUSION. . . . .                              | 101 |







---

Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne)

---